



UNIVERSIDAD ESAN

**Impacto financiero por la presencia de inversionistas
institucionales en las empresas que cotizan en el
mercado integrado latinoamericano - MILA**

Tesis presentada en satisfacción parcial de los requerimientos
para obtener el grado de Magíster en Finanzas por:

Cornejo Céspedes, Fernando Javier

Martínez Rivera, Hector Martín

Perales Cisneros, Elio Renato

Refulio Andrade, Luis Enrique

Programa de la Maestría en Finanzas

Lima, 08 de Enero de 2021

Esta tesis

**Impacto financiero por la presencia de inversionistas
institucionales en las empresas que cotizan en el
mercado integrado latinoamericano - MILA**

Ha sido aprobada.



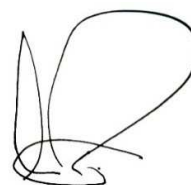
Alfredo Mendiola Cabrera (Asesor)



Carlos Aguirre Gamarra (Asesor)



Guillermo Villa Ortega (Jurado)



Luis Piazzon Gallo (Jurado)

**UNIVERSIDAD
ESAN**

2021

A Dios y a mis padres Tomás y Clara por todo su apoyo y amor incondicional. A nuestros maestros y asesores por transmitirnos sus conocimientos y guiarnos en este proyecto.

Elio Renato Perales Cisneros

Para mi padre Luis Refulio Suarez, esperando volvernos a abrazar.

Luis Enrique Refulio Andrade.

A Denisse, que ahora brilla e ilumina en el cielo, a mis padres, Dalinda y Javier, por su amor infinito y apoyo incondicional. A mi hija Evaluna, por ser mi fortaleza y razón de ser. A mis tíos, Lindomira y Félix, por cobijarme, cuidarme y criarme. A mis hermanos y hermanas, por confiar en mí y estar conmigo en todo momento.

Fernando Javier Cornejo Cespedes

RESUMEN EJECUTIVO

Grado: Magister en Finanzas

Título de la tesis: "Impacto financiero por la presencia de inversionistas institucionales en las empresas que cotizan en el mercado integrado latinoamericano - MILA"

Autor(es): Cornejo Céspedes, Fernando Javier
Martínez Rivera, Héctor Martín
Perales Cisneros, Elio Renato
Refulio Andrade, Luis Enrique

Resumen:

De la información obtenida de otros mercados sobre el impacto de los inversionistas institucionales cuando participan en la propiedad y gestión de la empresa originando cambios en sus indicadores financieros, es que se decide evaluar el impacto de la presencia de los inversionistas institucionales en el rendimiento operativo y nivel de endeudamiento para cuarenta empresas que cotizan en los mercados de valores que conforman el Mercado Integrado Latinoamericano (MILA) entre los años 2010 y 2019. Para ello se plantea los siguientes objetivos:

- Revisar la presencia y comportamiento del inversionista institucional en el mercado MILA.
- Establecer las hipótesis respecto del impacto de los inversionistas institucionales en el comportamiento de las principales empresas que participan en los mercados de valores del MILA para validar si el rendimiento operativo y el nivel de endeudamiento tienen un impacto positivo con la presencia del inversionista institucional.
- Definir un modelo para validar las hipótesis planteadas.
- Conocer el potencial del mercado de valores del MILA con las principales empresas que participan, y aplicar el modelo definido para examinar los resultados.

Esta investigación busca comprobar mediante modelos estadísticos que el inversionista institucional independiente, que tiene más del 5% de propiedad en las empresas que forman parte del mercado de valores del MILA, impacta en el rendimiento operativo y nivel de endeudamiento. Esto se traduce en el análisis de la data sobre 40 empresas no financieras seleccionadas, durante los años comprendidos entre el 2010 y 2019. Para ello se requiere realizar lo siguiente:

- Escoger para cada país integrante del MILA (México, Colombia, Perú y Chile) 10 empresas seleccionadas por el principal índice de liquidez escogido para cada bolsa.
 - México: (S&P/BMV IPC CompMx).
 - Colombia: (COLCAP).
 - Perú: (S&P/BVL Perú General Index).
 - Chile (IPSA).
- Obtener una fuente confiable donde se pueda extraer los indicadores financieros de las empresas propuestas. Se propone utilizar la plataforma web conomática.com. Los indicadores requeridos se miden en sus respectivas monedas y dado que son ratios no afectan el cálculo.
- Consultar información en las memorias anual de las empresas para cruzar información y profundizar en aquella que no se encuentre de forma explícita.
- Validar información y adecuar aquella que no se encuentre de manera uniforme para los 4 países durante los 10 años, y tener la data idónea que permita efectuar el análisis. De existir casos mencionados, se incluirá la empresa que corresponda, según el siguiente orden de prioridad para completar la data de las 40 empresas.
- Realizar un modelo estadístico que acepte o rechace las siguientes hipótesis: La presencia de un Inversionista Institucional Independiente con más del 5% de propiedad de acciones afecta positivamente el rendimiento operativo y aumenta el nivel de endeudamiento en las empresas. Se considera el 5% propiedad de acciones como un umbral suficiente para que ocasione impacto en la gestión de la empresa, siguiendo siguiendo la hipótesis desarrollada por Colot y Bauweraerts (2016) para encontrar evidencia de la influencia de inversionistas institucionales independientes y sensibles a la presión en el rendimiento

operativo de las empresas y tomamos este mismo porcentaje para demostrar el impacto con el nivel de endeudamiento.

La metodología que ha permitido obtener los resultados de la investigación ha sido con la propuesta de las siguientes ecuaciones:

Para el caso de rendimiento operativo se ha tomado como referencia lo expuesto por Colot y Bauweraerts (2016) para proponer el siguiente modelo estadístico de tipo panel y estimar la correlación entre el rendimiento operativo y el inversionista institucional independiente que participa con más del 5% de propiedad, usando las demás variables como control.

$$roa_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 invind_{it} + \alpha_2 tdle_{it} + \alpha_3 ibgc_{it} + \alpha_4 crec_{it} + \alpha_5 apal1_{it} + \epsilon_{it}$$

roa: rendimiento operativo; invind: inversionista institucional independiente que participa con más del 5% de propiedad; tdle: tamaño de la empresa; ibgc: índice de buen gobierno corporativo; crec: variación de crecimiento de la empresa; apal1: apalancamiento E: error del modelo.

Para nivel de endeudamiento se ha tomado como referencia lo expuesto por (Sepulveda, et 2015) utilizando las variables propuestas, pero el método de estimación se ha realizado con panel de datos para validar la correlación entre la variable apalancamiento y la de inversionista institucional independiente que participa con más del 5% de propiedad, usando las demás variables como control.

$$apal_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 invind_{it} + \alpha_2 tdle_{it} + \alpha_3 crec_{it} + \alpha_4 asmat_{it} + \alpha_5 tang_{it} + \alpha_6 roa_{it} + \alpha_7 ibgc_{it} + \epsilon_{it}$$

apal: nivel de endeudamiento; tdle: tamaño de la empresa, crec: variación de crecimiento de la empresa; asmat: madurez de los activos; tang: tangibilidad de los activos; roa: rentabilidad de los activos; ibgc: índice de buen gobierno corporativo; E: error del modelo.

Los inversionistas institucionales forman parte importante en el desarrollo de la empresa, y dependerá de su activismo para influenciar en la misma, brindando

transparencia, confianza y condiciones adecuadas para promover la inversión en la propiedad de la empresa y con ello también su crecimiento.

La participación de los inversionistas institucionales en cada país dependerá del apoyo que brinde el gobierno en promoverlo, estableciendo las regulaciones y condiciones necesarias para que puedan intervenir no solo los locales sino también del exterior. Sobre todo, los países que conforman el MILA, para así utilizar la ventaja de su agrupación para formar este mercado.

Con los modelos propuestos se puede inferir estadísticamente el impacto en el rendimiento operativo y nivel de endeudamiento por la presencia del inversionista institucional independiente que participa con más del 5% de propiedad. Se ha encontrado que existiría un impacto positivo en el rendimiento operativo, comprobando lo que otros autores comprobaron en otros mercados. En este caso el resultado fue que el ROA aumenta en 1.9%. De la misma manera, se tendría un impacto positivo en el nivel de endeudamiento cuyo impacto refiere un incremento del 17% cuando se tiene la participación de dicho inversionista.

Si bien las variables explicativas consideradas en los modelos (ROA-Endeudamiento) permiten inferir un resultado, se ha encontrado literatura con postulados, análisis, resultados y opiniones con diferentes puntos de vista. En ese sentido, lo que funciona en un mercado no necesariamente se puede generalizar. En cada uno de ellos hay situaciones y problemática interna y externa que debe ser considerada. Todo ello deja abierta la posibilidad de seguir investigando para tener mayor evidencia en las afirmaciones realizadas en esta investigación.

Este tipo de estudio y resultados obtenidos promueve el cambio de estructura de propiedad que tienen las empresas, sobre todo en América Latina, que se encuentra concentrada en unos pocos y casi todos familiares, para que miren su apertura hacia los inversionistas institucionales como un mecanismo para su crecimiento a largo plazo con bases sólidas para una buena gestión y gobierno corporativo.

RESUMEN

Abstract

El presente trabajo investiga la participación de los inversionistas institucionales independientes en empresas seleccionadas dentro del mercado MILA, para validar el impacto en indicadores financieros como el rendimiento operativo (ROA) y el nivel de endeudamiento. El análisis se realiza entre los años 2010 -2019 para las diez empresas más líquidas, no financieras, que conforman el principal índice de liquidez de cada una de las bolsas integrantes del MILA. Este inversionista institucional participa en la estructura de propiedad de la empresa e interviene en ella de manera independiente y ajeno a la presión. Por lo que los resultados son notables y confirman su impacto de manera positiva en los indicadores mencionados.

Si bien las variables explicativas consideradas (ROA- Endeudamiento) han permitido inferir un resultado, se ha encontrado literatura con postulados, análisis, resultados y opiniones con diferentes puntos de vista. En ese sentido, lo que funciona en un mercado no necesariamente se puede generalizar. En cada uno de ellos, hay situaciones y problemática interna y externa que debe ser considerada. Todo ello deja abierta la posibilidad de continuar investigando para tener mayor evidencia sobre las afirmaciones realizadas en esta investigación.

Palabras clave:

- Inversionista institucional independiente
- Gobierno Corporativo
- MILA – Mercado Integrado Latinoamericano.
- Rendimiento operativo
- Nivel de endeudamiento

ÍNDICE GENERAL

CAPÍTULO I. INTRODUCCIÓN.....	1
1.1. Objetivos.....	3
1.1.1. <i>Objetivo General</i>	3
1.1.2. <i>Objetivo Específicos</i>	3
1.2. Alcances y Limitaciones.....	4
1.3. Justificación.....	5
1.4. Contribución.....	6
CAPÍTULO II. MARCO METODOLÓGICO.....	7
2.1. Estructura General.....	7
2.2. Modalidad de Investigación.....	7
2.3. Formulario de Esquema de Trabajo.....	8
2.4. Población y Muestra.....	9
2.5. Herramientas.....	9
2.6. Procedimiento a Realizar.....	9
CAPÍTULO III. DESCRIPCIÓN DEL MERCADO MILA.....	12
3.1. Bolsa Mexicana de Valores.....	12
3.2. Bolsa de Valores de Colombia.....	14
3.3. Bolsa de Valores de Lima.....	15
3.4. Bolsa de Comercio de Santiago.....	16
3.5. Mercado Integrado Latinoamericano (MILA): Crecimiento y participación de Inversionistas Institucionales en el MILA.....	17
CAPÍTULO IV. REVISIÓN DE LITERATURA.....	22
4.1. Inversionistas Institucionales y su presencia en los mercados mundiales.....	22
4.2. Tipos de Inversionistas Institucionales.....	23
4.3. El Rol de los Inversionistas Institucionales.....	25
4.3.1. <i>Liquidez</i>	25
4.3.2. <i>Monitoreo</i>	25
4.3.3. <i>Mercados Eficientes</i>	26
4.4. Gobierno Corporativo e inversionistas institucionales.....	27
4.4.1. <i>Problema de Agencia I: Principal – Agente</i>	28
4.4.2. <i>Problema de Agencia II: Accionistas Mayoritarios vs. Minoritarios</i>	29
4.5. Evidencia de Impacto Financiero de inversionistas institucionales.....	30
4.5.1. <i>Rendimiento Operativo (ROA)</i>	31
4.5.2. <i>Nivel de endeudamiento</i>	32

4.6. Planteamiento de Hipótesis.....	34
4.7. Técnica de datos y ecuaciones a utilizar para rendimiento operativo y nivel endeudamiento.....	35
4.7.1. <i>Definición de ecuación (rendimiento operativo)</i>	36
4.7.2. <i>Definición de ecuación (nivel de endeudamiento)</i>	38
CAPÍTULO V. ANÁLISIS DE INFORMACIÓN RECOLECTADA.....	41
5.1. Selección de empresas por país.....	41
5.2. Tamaño de mercado.....	44
5.3. Fuente de Información Financiera.....	44
CAPÍTULO VI. DISCUSIÓN DE RESULTADOS.....	45
6.1. Modelo de Rendimiento Operativo.....	45
6.1.1. <i>Resultados de datos de panel con efectos fijos para rendimiento operativo</i>	45
6.1.2. <i>Resultados de datos de panel con efectos aleatorios para rendimiento operativo</i>	46
6.1.3. <i>Aplicación del test de Hausman para elección entre modelo de efectos fijos y efectos aleatorios para el rendimiento operativo</i>	48
6.1.4. <i>Discusión de resultados para el rendimiento operativo</i>	48
6.2. Modelo del Nivel de Endeudamiento.....	49
6.2.1. <i>Resultados de datos de panel con efectos fijos para nivel de endeudamiento</i>	49
6.2.2. <i>Resultados de datos de panel con efectos aleatorios para nivel de endeudamiento</i>	50
6.2.3. <i>Aplicación del test de Hausman para elección entre modelo de efectos fijos y efectos aleatorios para el nivel de endeudamiento</i>	52
6.2.4. <i>Discusión de resultados para el nivel de endeudamiento</i>	52
CAPITULO VII. CONCLUSIONES.....	54
ANEXOS.....	56
BIBLIOGRAFÍA.....	60

CAPÍTULO I. INTRODUCCIÓN

En los últimos años se ha demostrado que la estructura de propiedad de las empresas está concentrada. Siendo esta característica común sobre todo en países con poca protección a accionistas. En estos países, incluso en las empresas más grandes, se tiende a tener accionistas mayoritarios que no solo tienen la propiedad sino también el control (La Porta, 1999). Esta situación presenta una imagen diferente de la estructura de propiedad de una corporación moderna propuesta inicialmente por Berle y Means (1932), la que ha sido aceptada en la literatura financiera. De esta literatura se desprende que existe un conflicto de intereses entre los accionistas mayoritarios, o controladores, y minoritarios, que es conocido como un problema de agencia. Este problema es consecuencia de que los primeros - accionistas mayoritarios - son poseedores del control de la empresa y pueden actuar para buscar obtener beneficios particulares (Gugler, Ivanova y Zechner; 2014).

Por otro lado, el atractivo de invertir en países emergentes se hace cada vez más interesante por su potencial crecimiento. Sin embargo, estos países no reúnen las condiciones de mercado requeridas al presentar una estructura de propiedad predominantemente concentrada en bloques patrimoniales, con un menor grado de protección legal a favor de los accionistas minoritarios. Es en este caso, que el gobierno corporativo toma mayor relevancia como mecanismo para asegurar que las mejores prácticas empresariales se mantengan vigentes (Denis y Mc-Connell, 2003; Brown et al. 2011).

Guy et.al. (2014) han presentado evidencia de que la existencia de un marco regulatorio débil que proteja a accionistas minoritarios, facilita que los propietarios de empresas familiares acumulen una mayor riqueza socioemocional; esta riqueza no persigue necesariamente un objetivo financiero, sino, por ejemplo, la continuación de la dinastía familiar. Esta condición se contrapone a los objetivos racionales de los accionistas minoritarios, como los inversionistas institucionales, quienes buscan generar una mayor rentabilidad.

Mc Hugh (2004) documenta que a principios de los años ochenta, la empresa familiar Fiat, fue obligada por los inversionistas institucionales - quienes tenían una participación considerable dentro del capital de la compañía - a aceptar un CEO externo (no familiar) con la finalidad de evitar la quiebra por parte de la empresa. Adicionalmente, los inversionistas institucionales rechazaron las elevadas compensaciones para los altos ejecutivos asignados por la familia.

La estructura de propiedad que se encontraba vigente en Fiat define la característica de los problemas Principal - Agente e impacta de diferente manera en la problemática del gobierno corporativo. Sin embargo, se pueden encontrar casos diferentes, como el de familia Peugeot (Francia) y Agnelli (Italia) que tienen grandes bloques de acciones y controlan eficazmente la empresa.

A fin de controlar el problema principal – agente, el gobierno corporativo busca establecer un “conjunto de mecanismos a través de los cuales las empresas operan cuando la propiedad está separada de la administración”. (Cadbury, 1992). Un buen gobierno corporativo busca maximizar la contribución de las empresas a la economía general. Es necesario, considerar e incluir a todas las partes interesadas; no solo accionistas, acreedores, corporaciones, sino que también se debe incluir en la relación a los mercados financieros, empleados, cultura y el medio ambiente.

Bajo este enfoque el papel de los inversionistas institucionales resulta fundamental en el proceso de gobierno de la empresa. Estos inversionistas suelen ser entidades financieras, con cantidades sustanciales de capital para invertir como compañías de seguros, fondos mutuos, fondos de pensiones, bancos de inversión y fondos patrimoniales (Colot & Bauweraerts, 2016), las cuales desempeñan un papel importante en los mercados financieros.

Existen estudios sobre el tipo de postura que han tomado estos inversionistas institucionales y el rendimiento alcanzado en las empresas. Colot & Bauweraerts (2016) investigaron 109 empresas que cotizan en la bolsa francesa y demostraron que la concentración de propiedad, representada por empresas familiares tenedoras del control, obstaculiza el desempeño financiero; sin embargo, la presencia de un

inversionista institucional como segundo accionista, puede ser tanto beneficioso como perjudicial para el rendimiento de la misma.

Sacristán-Navarro et. al (2011), realizaron una investigación acerca de la relación que existe entre el control familiar, la propiedad y la presencia de un accionista significativo, quién puede tener injerencia sobre el desempeño de la empresa. En esta investigación se consideró una muestra de 118 empresas no financieras españolas entre los años 2002 a 2008. Se concluyó que: i) la propiedad familiar influye directamente en el desempeño y la rentabilidad de la empresa, ii) el control familiar si tiene una importancia reveladora y una influencia negativa sobre la rentabilidad y el desempeño de la misma, iii) hay diferencia en el control y la propiedad familiar, y se debe diferenciar este criterio, y iv) la administración y la presencia familiar en el control de las empresas, obstaculiza el rendimiento de la organización por lo que se le debe dar mayor importancia a la gestión.

Dado estos resultados el presente trabajo de investigación pretende identificar el resultado consecuencia de la presencia de un inversionista institucional en la estructura propiedad de las principales empresas que cotizan en el MILA (Mercado Integrado Latinoamericano).

1.1. Objetivos

1.1.1. Objetivo General

Evaluar el impacto de la presencia de los inversionistas institucionales en el rendimiento operativo y nivel de endeudamiento para cuarenta (40) empresas que cotizan en los mercados de valores que conforman el Mercado Integrado Latinoamericano (MILA) entre los años 2010 y 2019.

1.1.2. Objetivos Específicos

- Revisar la presencia y comportamiento del inversionista institucional en el mercado MILA.
- Establecer las hipótesis respecto del impacto de los inversionistas institucionales en el comportamiento de las principales empresas que participan en los mercados de valores del MILA para validar si el rendimiento operativo y el nivel

de endeudamiento tienen un impacto positivo con la presencia del inversionista institucional.

- Establecer un modelo para validar las hipótesis planteadas.
- Conocer el potencial del mercado de valores del MILA con las principales empresas que participan, y aplicar el modelo definido para examinar los resultados.

1.2. Alcances y limitaciones

El presente estudio analiza el impacto que pueden tener los inversionistas institucionales cuando participan en la propiedad de empresas dentro del MILA¹ (Mercado Integrado Latinoamericano).

De acuerdo con la literatura revisada, la evaluación estará referido a los índices de rendimiento operativo (ROA) y nivel de endeudamiento (Deuda/Patrimonio). El periodo de análisis estará comprendido entre los años 2010 hasta 2019 para las diez empresas más líquidas, no financieras, que conforman el principal índice de liquidez de cada una de las bolsas integrantes del MILA las cuales son:

- S&P/BMV IPC: Índice que refleja el comportamiento de la Bolsa Mexicana de Valores al incluir en su muestra a las empresas más grandes y líquidas del mercado.
- COLCAP: Índice de capitalización que refleja las variaciones de los precios de las 20 acciones más líquidas de la Bolsa de Valores de Colombia.
- S&P/BVL: Perú Select: Agrupa las acciones más líquidas del mercado peruano.
- IPSA: Incluye las 30 empresas de mayor tamaño y liquidez de la Bolsa de Comercio de Santiago.

Con relación a las limitaciones, estas incluyen las diferencias de liquidez en las bolsas de valores de cada país y las posibles diferencias de comportamiento por la que atraviesa cada mercado de valores específico. Esto puede alterar y/o influir en el comportamiento o resultados de las empresas elegidas, independientemente de lo que la gerencia de las mismas esté realizando.

¹ Para mayor detalle visitar www.mercadomila.com

Otra limitante es la disponibilidad de información según cada mercado, al ser cuatro mercados distintos no todos tienen las mismas reglas de publicación de información y por tanto puede existir información incompleta para los años de estudio. De la misma manera consideramos, principalmente, las empresas más líquidas y representativas de cada mercado. Estas se encuentran en los índices principales de cada bolsa de valores, sin embargo, al reducir nuestra muestra a empresas no financieras y tener cada índice un número diferente de empresas que la componen nos obliga a considerar otras empresas que no están en los índices principales al cierre de 2019.

Adicionalmente no poder identificar con precisión la existencia de un vínculo y/o afinidad empresarial entre el inversionista institucional y la empresa. Esto podrá impactar en los supuestos de sensibilidad al monitoreo efectivo por parte de institucionales por el cual se asumirá el tipo de institucionales según lo evidenciado por la literatura.

1.3. Justificación

En la literatura se ha establecido que la participación mayoritaria de los propietarios puede limitar el crecimiento y la performance a largo plazo de la empresa dado los conflictos de agencia que se pueden presentar. Una empresa rentable aumenta el “apetito” de los inversionistas institucionales para invertir en una empresa específica, de manera que eventualmente pueden influir en la gestión de la misma. De esta manera, además del capital aportado, se busca establecer si la participación de inversionistas institucionales en la empresa se debería reflejar en el rendimiento operativo, y nivel de endeudamiento.

El mercado latinoamericano determina un escenario propicio para este análisis porque ofrece una débil protección a los accionistas minoritarios, y son los inversionistas institucionales quienes con su participación favorecen el fortalecimiento del gobierno corporativo y con ello el crecimiento de los mercados.

Esto implica que las decisiones estratégicas, tomadas por el consejo de administración sean efectuadas con la participación de los inversionistas institucionales que tienen capacidad gerencial y cuyas decisiones son evaluadas objetivamente sin

contexto emocional. Los inversionistas institucionales tratan de ejercer influencia en las empresas en las que invierten y en las nuevas acciones de estas y sus directivos.

1.4. Contribución

El impacto en los índices mencionados está muy ligado a la concentración de poder, transparencia y buen gobierno corporativo en el consejo de administración de la empresa. Encontrar la relación entre rendimiento operativo, y nivel de endeudamiento, con la participación de la inversión institucional ayudará a cuantificar en qué medida esta participación contribuye en el beneficio de la empresa.

De la misma manera, incentiva a las empresas abrir su participación a inversionistas institucionales que contribuyan en los índices mencionados, motiven mayor inversión y por ende mayor crecimiento. Los resultados obtenidos podrán ser referente para que más empresas se sumen e incentiven el fortalecimiento de un buen gobierno corporativo.

CAPÍTULO II. MARCO METODOLÓGICO

2.1. Estructura general

El presente documento se estructura en siguiente orden. Primero se detalla la importancia de la integración de mercados y el surgimiento del Mercado Integrado Latinoamericano (MILA). Segundo se realiza una revisión de la literatura relacionada con el impacto en el rendimiento operativo y nivel de endeudamiento por la presencia de inversionistas institucionales en la estructura de propiedad en empresas que cotizan en mercados alrededor del mundo. Esto permite plantear la existencia de una relación directa entre la influencia y la capacidad de monitorear las actividades de las empresas por parte de inversionistas institucionales y su contribución en reducir conflictos de agencia del nivel accionista mayoritario vs minoritario para cuarenta (40) empresas que cotizan en el MILA entre los años 2010 a 2019.

Sobre la base de la revisión bibliográfica, se establecen las hipótesis y las variables necesarias para preparar un modelo que explique el comportamiento de indicadores financieros, asociados al rendimiento operativo y nivel de endeudamiento, ante la participación de estos inversionistas en las empresas. De esta manera se podrá establecer si existe un impacto en la organización.

Posteriormente se recolecta los datos a través del portal de información Económica y se valida la información seleccionada contrarrestando con los estados financieros auditados y memorias anuales publicadas por cada una de las empresas en su portal web o en el de la bolsa de valores de cada mercado al que pertenecen.

Finalmente se presenta los resultados obtenidos y se aportará evidencia sobre el impacto de inversionistas institucionales en empresas de mercados emergentes como los que son materia de esta investigación.

2.2. Modalidad y tipo de investigación

En esta investigación se busca establecer si los inversionistas institucionales impactan en las empresas en las cuales invierten sobre la base de un análisis estadístico. Por lo tanto, la modalidad de investigación de esta tesis será cuantitativa, ya que se

analiza datos numéricos en relación a las variables, para la cual se hará un proceso no experimental correlacional.

Según Feigl (1953) un método de investigación correlacional mide la relación entre dos variables y no se incluye ninguna manipulación experimental o se escoge a los sujetos que intervienen en la investigación. Solo se limita a observar resultados, hechos e interpretarlos.

Los datos tomados para esta investigación no experimental son empíricos. Las variables independientes que se midan no serán manipuladas por que son eventos pasados y son datos reales proporcionados por sus mercados financieros y los resultados son interpretados en su estado natural, tal cual en el contexto que se dieron.

2.3. Esquema de trabajo

En la Tabla 1, se presenta el esquema general de trabajo propuesto para la presente investigación:

Tabla 2.1.: Estructura general del trabajo

Cap.	Título de capítulo	Propósito del capítulo
1	Introducción	Se presenta los antecedentes que enmarcan la problemática de la estructura de propiedad de la empresa y el impacto de la misma en el gobierno corporativo y que decanta finalmente en la gestión financiera de la empresa.
2	Marco Metodológico	Se detalla la estructura, tipo de investigación a realizar y esquema de trabajo para la presente investigación.
3	Descripción del Mercado MILA	Explica la formación del mercado del MILA, las bolsas de valores que comprende y la participación o rol de los inversionistas institucionales en ellas.
4	Revisión de Literatura	Se presenta investigaciones donde se encuentra evidencia del impacto de inversionistas institucionales en el Rendimiento Operativo y Nivel Endeudamiento en las empresas.
5	Análisis de Información Recolectada	Se detalla las empresas seleccionadas y fuentes de información principales para la recolección de los datos

6	Discusión de resultados	Se presentan los resultados estadísticos hallados con la data recolectada y el modelo propuesto. Se discute estos resultados con la evidencia presentada por otros autores.
7	Conclusiones	Se interpretan los resultados obtenidos e inferencias del análisis realizado.
8	Bibliografía	Describe los documentos de consulta que se utilizaron para investigar y validar y profundizar sobre el tema de tesis.

2.4. Población y Muestra

La población está representada por la selección de diez (10) empresas, no financieras, de cada una de las bolsas de valores de Colombia, Perú, Chile y México que conforman el Mercado Integrado Latinoamericano (MILA) haciendo un total de cuarenta (40) empresas seleccionadas para los periodos comprendidos entre los años 2010 y 2019.

Se prioriza seleccionar las empresas pertenecientes a los índices generales de cada una de las bolsas mencionadas al cierre del año 2019. Se toma como referencia los índices generales dado que en esta se encuentran las empresas con acciones más líquidas y son las más representativas en sus mercados.

2.5. Herramientas

Se utilizará la herramienta financiera Economática la cual cuenta con información de empresas cotizadas en bolsas de LATAM y EEUU, el software Stata para analizar la relación de las regresiones y el Excel para agrupar la información financiera seleccionada.

2.6. Procedimiento a realizar

- i. Se buscará información relacionada al impacto de inversionistas institucionales en las empresas que cotizan en mercados globales a través de su capacidad de influir en el monitoreo de las actividades, el management de la empresa y reforzar las prácticas del gobierno corporativo reduciendo conflictos de agencia. Se recopilará información e investigaciones relacionada a ello. Se consultará

papers, noticias, publicaciones, documentos de investigación realizados en mercados más desarrollados.

- ii. Se definirán los indicadores financieros que la literatura ha demostrado tienen mayor impacto por la presencia de inversionistas institucionales, los cuales actuarán como variables dependientes en el modelo de regresión (ROA^2 y Apalancamiento), las variables independientes que soportará nuestra hipótesis y las variables de control más utilizadas según la literatura de investigación.
- iii. Se obtendrán los datos del portal Economática, se ingresará a su portal web y se colocará en la barra de búsqueda el nombre de las 40 empresas seleccionando la información para los años comprendidos entre 2010 y 2019. Se tomarán datos de los estados financieros, accionistas e indicadores mercados los cuales actuarán como variables explicativas a utilizar en los modelos de regresión propuestos.
- iv. Se clasificará a los inversionistas institucionales según el tipo de influencia en las empresas y los objetivos que persiguen según lo demostrado por la literatura. Para ello, se analizará la composición de accionistas anualmente en cada una de las empresas y se seguirá la clasificación propuesta por Ferreira y Matos (2006), tomando a los fondos de pensiones, fondos de inversión y asesores financieros como inversionistas institucionales independientes, y como inversionistas institucionales sensibles a la presión a bancos y compañías de seguros. Seguidamente se plantean las hipótesis sobre el impacto de inversionistas institucionales la presencia de un inversionista institucional independiente como monitor activo.
- v. Se plantean las ecuaciones que permitan sustentar las hipótesis propuestas. Para ello se toma como referencia las ecuaciones de otras investigaciones realizadas para empresas de mercados más desarrollados donde se ha encontrado evidencia. En esta se utilizarán ecuaciones de análisis de regresión tipo panel

² ROA = Return on Assets = Rendimiento de activos

tanto para el Rendimiento Operativo (Colot & Bauwerest, 2016) y Nivel de Endeudamiento.

- vi. Se construirá el modelo sobre el cual se desarrollará el análisis estadístico para obtener el resultado y comprobar si existe impacto financiero en la empresa con la presencia del inversionista institucional activo en su accionariado.

CAPÍTULO III. DESCRIPCIÓN DEL MERCADO MILA

El MILA (Mercado Integrado Latinoamericano) pasa a tomar un papel importante para continuar con el desarrollo de los mercados de valores en la región, en un inicio estos mercados que son relativamente pequeños, pero a través de la integración al MILA, se forma un mayor mercado donde los inversionistas de la región pueden interactuar en forma simultánea. Esto permite a inversionistas hacer negocios más allá de sus fronteras con las ventajas que ello implica: i) Más alternativas de Inversión ii) más mercados bursátiles, iii) diversificación del riesgo iv) reducción de costos v) integración de las economías de los países participantes y vistos hacia fuera como un bloque (Núñez y Oneto, 2014).

Aguedo et. al (2012) señalan que en la región los países que poseen mayor capitalización bursátil asociada a menor costo de transacción son México y Chile. También constataron que existe una relación inversa entre la actividad bursátil, la liquidez y los costos de transacción. Por ende, Perú y Colombia presentan costos más altos. Esto y otras diferencias significativas justifican la integración en el MILA.

3.1. Bolsa Mexicana de valores

La Bolsa Mexicana de valores (BMV) creada en 1894, es la de mayor presencia de las bolsas integradas al MILA; su capitalización bursátil es de aproximadamente US\$ 415 Mil Millones con gran volumen de negociación y operaciones diarias.

México es un mercado más orientado a la manufactura apoyado por el tratado de TLCAN (Tratado de Libre Comercio con América del Norte); formó la Alianza del Pacífico con Perú, Chile y Colombia siendo la economía más grande de este grupo. México como integrante estratégico busca promover el crecimiento de la actividad económica de los miembros, brindando su infraestructura eficiente y competitiva con mucha mayor variedad de productos en activos bursátiles (Burneo, 2017).

En México modificaron la legislación para proteger los intereses de los minoritarios. Entre ellas, está un subtipo societario con estatuto específico para las sociedades anónimas que cotizan en la bolsa mexicana: Sociedad Anónima Bursátil

(SAB) con la cual se regula una serie de aspectos como la administración, deberes de diligencia y lealtad, la vigilancia, etc. (López, 2008). Sin embargo, los mayoritarios siempre tratan de mantener el control por diferentes mecanismos como participación en la Alta Gerencia, o en el Consejo de Administración.

Si bien, el fenómeno de los inversionistas institucionales proviene de los Estados Unidos, posee un gran mercado de capitales y un sistema de pensiones desarrollado en base a los ahorros de los trabajadores. En México se tiene consideraciones del mismo mercado y regulaciones que hacen diferente su actuación. En este caso, merecen especial atención los inversionistas institucionales como son los fondos de inversión quienes adquieren valores y documentos seleccionados diversificando el riesgo.

También se tiene el problema de agencia, que es común en los países de la región, donde hay accionistas que ejercen control y accionistas minoritarios con intereses distintos a los que tienen el control. En este panorama, la injerencia de los institucionales es débil, pues se enfrentan a bloques patrimoniales sólidos, que hacen difícil su actuación.

Arellano Bond (1991) utiliza una estimación más eficiente y plantea un estudio en el que los inversionistas institucionales que son organizaciones que operan con grandes volúmenes de activos y por ello permiten una gran participación en el mercado. Es por ello que, por el gran volumen de activos que se negocian en el mercado de valores y tomando en cuenta los intermediarios financieros, los mercados que poseen este funcionamiento en economías desarrolladas se ven beneficiadas y gozan de mayores tasas de crecimiento económico.

Esta última característica sustenta la importancia de integrar a México en el conjunto de bolsas para poder tener como respaldo una mayor infraestructura y variedad de instrumentos en un mercado desarrollado que le permita a los inversionistas negociar grandes volúmenes de capitales y que se vean beneficiados los países emergentes que la conforman.

La Bolsa Mexicana de Valores dispone de 139 emisores inscritos en el MILA, siendo uno de los mercados con mayor dinamismo en América Latina. El mercado mexicano ofrece servicios integrales con el objetivo de facilitar la negociación dentro de un mercado organizado de capitales, deuda, derivados, OTC y otros activos financieros. Dentro de las empresas listadas, cuenta con nueve Fideicomisos de Bienes Raíces (FIBRAS) y un fideicomiso hipotecario. Según la página web del MILA, al 31 de diciembre del 2019, el Grupo Financiero Banorte, S.A.B. de C.V. es la empresa con mayor negociación, con un monto ascendente a \$13 mil millones.

3.2. Bolsa de Valores de Colombia

La Bolsa de Valores de Colombia (BVC) fue constituida en el año 2001 con la integración de las Bolsas de Bogotá (1928), Medellín (1961) y Cali (1983). En la actualidad listan aproximadamente 68 empresas con una capitalización bursátil de US\$. 133 mil millones y montos de negociaciones diarias de aproximadamente US \$23 Millones.

En el Mercado de Valores Colombiano participan principalmente empresas del sector energético, minería y especialmente de carbón. Estas empresas tienen acuerdos de libre comercio con varios países de la región que refuerzan la capacidad de hacer frente a crisis económicas externas y poder mantener el crecimiento con políticas sólidas (Burneo, 2017).

Uribe et. al (2013) refieren que para el mercado colombiano los inversionistas institucionales impactan en el buen desempeño de las acciones en el mercado en cuanto su capitalización y liquidez. Sin embargo, Uribe y Fernández (2014) presentan a los inversionistas institucionales como la causa de la vulnerabilidad del mercado accionario por los enfrentamientos con grupos económicos que participan con presencia significativa en administradoras de fondos que intervienen con buena participación de operaciones en el mercado.

Pino et. al (2017) muestran resultados que evidencian una elevada concentración de los inversionistas institucionales en el mercado accionario colombiano (Fondos de pensiones). Dado que se refiere a un mercado pequeño y poco líquido, esto lo hace

especialmente relevante. Por lo tanto, los inversionistas institucionales juegan un papel importante que impacta en la liquidez, en el precio de los activos (acciones) y en el mismo sistema. Más aun considerando que los grandes conglomerados económicos participan en gran porcentaje en estas instituciones.

La integración del MILA en el mercado colombiano representó un aporte muy bajo en el PBI pero tiene una ventaja competitiva sobre sus demás integrantes ya que su población es económicamente activa y pueden incentivar a los inversionistas a que hagan negociaciones en renta variable (Rodríguez, 2014).

La BVC tiene 68 emisores inscritos en el MILA, siendo las empresas del sector de hidrocarburos las más representativas. El mercado colombiano es el cuarto más importante de Latinoamérica respecto a la industria bursátil. Según la página web del MILA, al 31 de diciembre de 2019, Bancolombia es el instrumento más negociado con \$102 millones.

3.3. Bolsa de Valores de Lima

La Bolsa de Valores de Lima (BVL), desde su fundación en 1860, ha tenido una incipiente participación en el mercado de valores. En la actualidad son 284 empresas con valores listados a diciembre 2019, con una capitalización bursátil total de 104 Mil Millones de dólares.

Perú tuvo un crecimiento sostenido entre los años 2009 a 2013, consecuencia de los altos precios internacionales de los metales, que representan el 60% de las exportaciones del país. Sin embargo, para el 2016 la inversión minera se redujo significativamente consecuencia de la caída en los precios de las materias primas. En este contexto, la BVL aprovecha para dar un salto a un mercado desarrollado como el MILA evitando el desarrollo natural (más lento) del mercado de valores local. (Burneo et al 2017).

El mercado de capitales en Perú ha permitido el crecimiento económico del país al contribuir a que empresas del país encuentren tasas competitivas para su financiamiento. Esta condición se ha visto fortalecida por la estabilidad monetaria, la

igualdad de condiciones para el inversionista nacional e internacional, un marco regulatorio proactivo y una política macroeconómica consistente. Adicionalmente la autoridad responsable de los mercados de capitales ha desarrollado un marco regulatorio para incentivar la participación de las pequeñas y medianas empresas en los mercados primario y secundario. Sin embargo, la inestabilidad política del país ocasiona que los inversores no deseen invertir con estos niveles de riesgo. Por ello la BVL tiene una baja capitalización bursátil y se opta por crear carteras cuyos emisores se encuentren respaldados por sectores como la minería.

A pesar de ello, las entidades financieras siguen siendo las principales proveedoras de fondos apostando a que el Mercado de Valores siga desarrollándose (Carbajal, 2012). Por ello, el gobierno continúa trabajando en mayores facilidades de acceso de nuevos fondos mutuos, fortaleciendo el gobierno corporativo y promoción del MILA.

La integración al MILA ha contribuido a la expansión del comercio y permitido que esto represente, para el inversionista institucional, un mercado en crecimiento elegible, teniendo en cuenta algunas variables de difícil control como el tipo de cambio y cambios políticos.

La BVL cuenta con 214 emisores inscritos en el MILA, que aún es un mercado en proceso de expansión. Las empresas mineras son las que mayor representan en el listado de emisores. Según la página web del MILA, al 31 de diciembre del 2019, Luz del Sur S.A.A. es la empresa más negociada con \$28 millones.

3.4. Bolsa de Comercio de Santiago

La Bolsa de Comercio de Santiago (BCS) fue creada en el año 1893 y actualmente cuenta con aproximadamente 203 empresas listadas, en su mayoría mineras, y ocupa el segundo lugar respecto del volumen negociado, seguido de México, con un aproximado del 30% del total negociado en el mercado.

Chile tiene una economía con un comercio exterior dinámico y una política sólida que ha merecido una distinción sobre sus bonos soberanos en toda América del Sur. Los cambios normativos que aplicó Chile para poder participar en una bolsa integrada,

fueron propios del desarrollo del mismo, como la reducción de costos de inscripción de los valores y nombramiento de responsables para fines tributarios como el Depósito Central de Valores (DCV). (Seraylán, 2012).

El Mercado de Capitales en Chile ha tenido varias reformas y flexibilización de requisitos orientados a mayor disponibilidad de emisiones, liquidez del mercado y facilitar el acceso a las pequeñas y medianas empresas. El valor de mercado de la deuda de las empresas del sector construcción ha contribuido a la imagen y desarrollo del valor de mercado de la deuda de Chile, ya que estos valores poseen buena calificación de riesgo.

En este mercado, también las AFP tienen el protagonismo como inversionistas institucionales, seguidos por los inversores extranjeros y fondos de inversión quienes generan la demanda en el Mercado Chileno. No obstante, también presenta problemas relacionados a la baja liquidez del mercado, reducidos emisores y altos costos de transacción que lo hace poco eficiente, entre otros. (Mendoza y Reinoso, 2010).

El mercado chileno cuenta con 203 emisores inscritos en el MILA, de los cuales la mayor parte de las empresas pertenecen al sector retail. La bolsa chilena provee información a los inversionistas institucionales, especialmente a los fondos de pensiones (AFP) con el objetivo de diversificar sus portafolios. Según página web del MILA, al 31 de diciembre del 2019, tuvo una capitalización bursátil de \$206 Mil Millones, siendo Enel Américas S.A. el instrumento más negociado con \$381 millones.

3.5. Mercado Integrado Latinoamericano (MILA): Crecimiento y participación de inversionistas institucionales en el MILA

Tapia (2014) indica que la integración de las bolsas de valores nace desde los gobiernos que tienen metas ambiciosas y expectativas de crecimiento, pero debido a las escasas condiciones económicas enfrentan diversas dificultades y tiende a avanzar de manera lenta. Por ello, bajo ciertas condiciones se pretende responder a las exigencias del entorno económico, globalizado y aceptando nuevos retos.

En el año 2009 se inició el acuerdo sobre un mercado bursátil regional que beneficie a todos, permitiendo que un solo agente pueda comprar y vender acciones de cualquier país que la conforma.

El MILA nace como propuesta ambiciosa de las regiones de Sudamérica (Colombia, Chile y Perú) por tener una sinergia entre el sector privado y público, las mismas que involucran sus sociedades bursátiles y quienes se comprometieron a impulsarlo garantizando la protección del mercado y del inversionista. A partir de esta iniciativa, se lanzó una propuesta mucho más ambiciosa por parte de Perú que, siendo las 3 economías más representativas de Sudamérica, extenderían la propuesta a México, quien se une al MILA en el año 2014, representando así el crecimiento económico de Latinoamérica, y su equivalente a la sexta economía mundial.

A comparación de México, que es una economía más estable y desarrollada; los países de Chile, Colombia y Perú han llamado propiamente la atención de inversionistas mundiales durante los últimos años por ser economías emergentes y en vías de desarrollo. Lo que lleva a un dinamismo de sus actividades económicas. Asimismo, con la ayuda de mejores instituciones públicas y la reducción de barreras para los movimientos de capital han beneficiado positivamente incrementado las inversiones en países andinos, principalmente Chile, Colombia y Perú (Lizarzaburu Bolaños, 2015).

Vargas Pulido (2013) indica que desde el año 2011 América Latina ha emprendido un camino largo pero beneficioso para la región, integrando las bolsas en un solo mercado denominado Mercado Integrado Latinoamericano (MILA). El MILA trae como beneficio a los países que lo conforman, la integración de los mercados de valores, buscando las sinergias en conjunto de las regiones. A pesar de ser un proyecto joven, ha sido un proceso pionero dentro de la región latinoamericana haciéndolo más fuerte y competitivo. Surge por la necesidad de crear un mercado financiero de grandes capitales y avanzado, donde el financiamiento sea más competitivo para que beneficie a las empresas locales.

Estas mismas empresas o grupos corporativos de grandes capitales que opten por buscar financiamientos alternativos en mercados como la Bolsa de Valores, atraerán

capitales más robustos y fuertes, que permitan reducir los costes e impuestos haciendo más eficiente el mercado con mejores productos financieros. Las operaciones de compra y venta de acciones de compañías listadas en cada uno de sus mercados, tiene como finalidad, el generar efectos beneficiosos que repercutan en el crecimiento económico de sus países.

Este desarrollo también permite que los inversionistas puedan acceder a mercados de otros países con la circulación de capitales, diversificando el riesgo en su capital invertido y generando un mayor número de transacciones que conlleve a una participación mayor de empresas.

Según Kern, (2008) refiere que el beneficio de esta sinergia de regiones posibilita que los mercados y los intermediarios financieros trasladen sus ahorros hacia una inversión, ofreciendo una mejor infraestructura tecnológica y regulatoria a través de la financiación con tasas de interés muy bajas. De tal manera que, mediante un volumen de transacciones se vea favorecido con un incremento de la productividad y la innovación de las empresas, que permita desarrollar economías de escala.

Por otra parte, la consolidación de este mercado beneficia también al inversionista por el hecho de participar en un mercado globalizado, donde aumentan sus ganancias por la participación activa, y en aumento de los participantes, haciendo que el volumen de las operaciones reduzca los costos de transacción contribuyendo a aumentar la liquidez e incitando a los inversionistas a realizar más transacciones. Favorece la inversión privada en los mercados locales por lo que repercute en un aumento en los ingresos y ahorros por parte de las familias. Esto lleva a que se active la demanda y por ende el país inicie un crecimiento económico sostenido.

El MILA ha tenido mucha repercusión en el sistema financiero local permitiendo que con un crecimiento rápido de la capitalización bursátil y de un aumento en las transacciones diarias se considere el termómetro económico de Latinoamérica. Durante los últimos años se ha presenciado un crecimiento sostenido de la liquidez de la bolsa debido a informes y estudios que se realizaron desde la creación del mercado integrado.

Según Villar, (2015) indica que después de la integración de las Bolsas de comercio de Santiago, Bolsa de valores de Colombia y la Bolsa de Valores de Lima en el 2009, se identificó un crecimiento en la capitalización bursátil de los mercados bastante considerable. Un estudio realizado en Bogotá demuestra que entre el 2011 y el 2014 hubo un crecimiento escalonado del MILA, pasando a lograr transacciones diarias de USD 1,000 millones. Cuando los objetivos a 4 años eran de USD. 1,500 millones.

Por el momento las oportunidades de inversión son limitadas porque sólo existe mercado de renta variable y es necesario se generen estructuras de negociaciones de renta fija que permita diversificar su portafolio.

Con el ingreso de México a la bolsa en junio del 2014 aumentó la diversificación de las operaciones y redujo el riesgo para los inversionistas aumentando el tamaño del mercado. Para inicios del 2015 los volúmenes negociados alcanzaron los USD \$18.801 millones. Teniendo a México, como principal nuevo actor del mercado y con una participación del 79.05% del total de volúmenes en el primer mes. Brasil (BOVESPA) y México (S&P/BMV IPC) siempre han competido por ser la economía con mejores indicadores financieros en Latinoamérica.

Para los años 2017 y 2018 los volúmenes negociados se mantuvieron al cierre anual en alrededor de los USD \$14 millones con una capitalización bursátil de USD 932,722 y USD 832,563 Mil Millones respectivamente.

A diciembre de 2019 la capitalización bursátil de los mercados MILA cerraron en USD \$857,472 Mil millones y con volúmenes negociados por USD \$13.099 millones. El mercado cerró con una composición de 624 emisores por parte de los 4 países; Chile 203, Colombia 68, México 139 y Perú 214. El desempeño anual culminó con una variación anual porcentual positiva de 7.82%.

El objetivo de las empresas de crecer sigue siendo su principal razón de ser, por lo que cada año en el planeamiento estratégico que desarrollan exponen las medidas necesarias para lograrlo en los siguientes años. (Mateus y Brasset, 2002). En ese sentido

la integración puede ser una buena estrategia para el crecimiento en ventas cada vez que esto permite desarrollar nuevos mercados.

Segun Martinez, (2013) indica que en la medida que las empresas planean y buscan nuevos horizontes se presentan nuevas dificultades y retos a superar. Como por ejemplo las relaciones y tratados existentes entre países, las políticas internas que afectan a las multinacionales, el tratamiento regulatorio con inversionistas extranjeros, la misma dimensión empresarial que puede ser superior a la capacidad a gestionar.

Es por ello, que el proceso de integración de los mercados de valores se está dando promovido por este crecimiento que no se podía evitar, en una coyuntura que todo se enfoca a la globalización del mercado. Los efectos que busca esta integración es generar sinergias en los integrantes mediante economías de escala para hacer más eficiente las transacciones y lograr la movilización de los ahorros a la inversión.

CAPÍTULO IV. REVISIÓN DE LITERATURA

Existe una extensa literatura de investigación que ha demostrado el impacto financiero de Inversionistas Institucionales en empresas alrededor del mundo. El presente capítulo explica la importancia y el tipo de inversionistas institucionales, según el monitoreo que ejercen en la gestión de empresas, presente en los mercados mundiales. Su contribución a mejorar los conflictos de agencia y reforzar las buenas prácticas de gobierno corporativo, y se presenta evidencia del impacto financiero sobre dos variables: Roa, y Nivel de Endeudamiento, las mismas que serán objeto del presente trabajo de investigación.

4.1. Inversionistas institucionales y su presencia en los mercados mundiales

Los inversionistas institucionales son organizaciones que gestionan grandes volúmenes de activos. Dentro de ellas destacan compañías de seguro, bancos, sociedades financieras, fondos de pensión, empresas de reaseguros y administradoras de fondos autorizados por ley.

Estas instituciones, al negociar grandes volúmenes de activos en los mercados financieros, es que hace que sea interesante su análisis, por el impacto que ello pueda causar no solo en los mismos – mercados financieros – sino también en las empresas en las que son partícipes.

Adicionalmente, su participación en la empresa como propietario, y en el directorio de la misma, permite un mejor gobierno corporativo y monitoreo más efectivo de la empresa, facilitando información de mejor calidad. Esto, además, envía una señal al mercado de capitales incrementando su liquidez, volatilidad y poder informativo del precio de las acciones (Gillan y Starks, 2003). En ese sentido, estas instituciones poseen el potencial para reducir problemas de agencia. Esta situación toma mayor importancia en economías emergentes, donde generalmente prima la alta concentración de la propiedad y donde toman mayor importancia los mecanismos internos de gobierno corporativo, los cuales surgen naturalmente como respuesta al mayor grado de desprotección legal (Denis y McConnell, 2003; Brown et al. 2011; Gugler et. al 2014).

En estos últimos tiempos, los inversionistas institucionales han tomado mayor preponderancia y se han convertido en los protagonistas de los mercados financieros.

La participación de inversionistas institucionales ha ido en aumento en países como Canadá, Estados Unidos y Reino Unido al punto que llegan a controlar más de la mitad de la propiedad corporativa. (Aggarwal, Erel, Ferreira, y Matos, 2011). En un estudio realizado por la OCDE (2011) se indica que los inversionistas institucionales administran alrededor de US \$84 trillones de activos financieros. Esta misma tendencia se aprecia en los mercados emergentes. En ese mismo año, la OCDE también reportó que, los fondos de pensiones en América Latina crecieron a una tasa de 16% anual en el periodo 1999-2006, llegando a un valor neto de activos de US \$390 mil millones.

La contribución de estos inversionistas se ve reflejada en el desarrollo de los mercados de capitales, estableciendo transacciones más confiables, transparentes y eficientes estimulando el gobierno corporativo, influyendo sobre la gestión de la empresa por medio de su propiedad como accionistas mayoritarios o vendiendo acciones en caso de estar en desacuerdo de las decisiones tomadas por la empresa. (Edmans & Manso, 2011).

Cabe señalar que los fondos de pensiones desempeñan un papel importante en Latinoamérica. Según Acuña (2013), la OCDE reporta que para el año 2012, en el caso de México, los fondos de pensión manejan activos que son el 12.13% del PBI, para Colombia el 18.2%, para Perú el 18.4% y para Chile el 60%.

Es destacable mencionar el caso chileno donde los inversionistas institucionales, en este caso específico las AFP, desempeñan un rol importante y de manera activa en dicho mercado en comparación de otros inversionistas institucionales con el fin de hacer frente al accionista controlador y proteger los intereses de los minoritarios.

4.2. Tipos de inversionistas institucionales

La diferencia entre inversionistas institucionales queda marcada por los diferentes objetivos que persiguen y la capacidad de ser monitores en las empresas donde forman parte de su estructura de capital.

Gillan y Starks (2003) indican que la aparición de administradores de dinero y la inversión de estos en grandes bloques de acciones en las empresas, genera el incentivo necesario para un monitoreo. Sin embargo, también argumentan que no todos los inversionistas institucionales son monitores. Brickley, J., et.al. (1988) reportan que inversionistas institucionales “sensibles a la presión” están menos motivados en ser monitores por su preferencia en proteger relaciones comerciales con las empresas.

Colot y Bauwerest (2016) hallaron que la presencia de inversionistas institucionales independientes en empresas familiares ejerce una influencia positiva en el rendimiento de las empresas. Cornett et. al (2007) demuestra que los institucionales “insensibles a la presión”, también identificados como “independientes”, guardan una relación positiva con el rendimiento operativo. Ferreira y Matos (2008) mencionan que institucionales independientes y extranjeros que participan en el seguimiento de las empresas generan un mejor desempeño corporativo y menores gastos de capital. Varios estudios señalan que el activismo de inversionistas institucionales debe investigarse por separado para identificar el real rendimiento de la propiedad institucional.

En esta investigación se distinguirá a los inversionistas institucionales siguiendo la clasificación propuesta por Ferreira y Matos (2006) basada en colores en función a la capacidad de monitorear las actividades de la empresa y el vínculo, comercial o no, que estos tengan con las empresas donde invierten.

Por ello, se clasificará a inversionistas institucionales en dos tipos: (1) independientes, como administradores de fondos de pensiones y fondos de inversión, ya que estos serán “insensibles a la presión” de accionistas controladores, y tendrán un monitoreo más activo en las empresas. (2) Grises, como fideicomisos, bancos, compañías de seguros, etc., que serán “sensibles a la presión” ya que se considera que estas instituciones prefieren preservar el vínculo comercial y estarían menos dispuestos a cuestionar decisiones tomadas por los accionistas controladores.

Por lo general, se estima que los costos asociados al monitoreo son más altos en institucionales “sensibles a la presión”, ya que también tendrán que asumir la pérdida de la relación comercial (Chen, Harford y Li, 2007). A diferencia que institucionales

independientes ejercerán un papel más relevante en impulsar mejores prácticas de Gobierno Corporativo (Gillan y Starks, 2003).

4.3. El Rol de los inversionistas institucionales

John (2000) menciona que uno de los principales roles de los inversionistas institucionales es transmitir confianza y credibilidad al mercado financiero. Mientras que Gillan y Starks (2003) mencionan el rol activo que puedan tener los inversionistas institucionales al promover cambios en la gobernanza corporativa.

4.3.1. Liquidez

Dentro del mercado financiero, los inversionistas institucionales tienen dos roles: i) proporcionar la liquidez a los instrumentos financieros al negociar los activos financieros, y ii) generan confianza entre los otros inversionistas que negocian títulos valores en el mercado de valores. Uribe et.al. (2013) establecieron que existe una relación entre los inversionistas institucionales y el buen desempeño del mercado financiero en términos de capitalización de mercado y liquidez. En forma similar, Niggermann y Rocholl (2010) y Chan-Lau (2005), explicaron la evidencia que éstos - inversionistas institucionales- impulsan el crecimiento del mercado, generando una mayor liquidez en países con economías emergentes.

Gillan y Starks (2003) señalan el rol indispensable que cumplen los inversionistas institucionales en el mercado de capitales, al generar un incremento en la liquidez, volatilidad y una mayor información de los precios de las acciones en los mercados en donde intervienen.

De acuerdo a la literatura antes mencionada, los inversionistas institucionales generan un impacto positivo al decidir invertir en países con economías emergentes, generan una mayor liquidez dentro del mercado, y a la vez, acaparan la atención de otros tipos de inversionistas.

4.3.2. Monitoreo

Los inversionistas institucionales, al poseer una participación dentro de la empresa, están en capacidad de supervisar y monitorear las decisiones financieras de las empresas

de las cuales son partícipes. Debe anotarse que estas decisiones deben estar alineadas con los intereses de los otros accionistas. Hasan y Butt (2009) examinaron las relaciones entre nivel de deuda, inversionistas institucionales y gobierno corporativo en países con economías emergentes, estableciendo argumentos a favor del monitoreo que cumplen los inversionistas institucionales. En su muestra, encontraron evidencia de la reducción de los costos de agencia y a la vez, las empresas presentaron mayores niveles de endeudamiento.

Por otro lado, algunos estudios han demostrado que, a mayor capacidad de monitoreo y supervisión por parte de los inversionistas institucionales, se logra un mejor desempeño (Mc Connell y Servaes, 1990; Graves, 1988 y Elyasiani y Jia, 2010), reducción de costos de endeudamiento (Elyasiani et al., 2010), disminución de manipulaciones contables (Rajgopal et al., 1999) y la implementación de estrategias contables mucho más conservadoras (Ramalingegowda y Yu, 2012).

Araya et al. (2015) examinaron el papel que cumplen las AFP en el gobierno corporativo de las empresas chilenas. Las AFP, al ser accionistas minoritarios, cuentan con los mecanismos necesarios para tener miembros en el directorio y poder incidir en la supervisión de las decisiones financieras y corroborar la calidad de la información.

4.3.3. Mercados eficientes

La veracidad de la información revelada por las empresas en los mercados de capitales es regulada por organismos locales y tiene la misma importancia para organismos internacionales. Consecuentemente, es necesario definir un marco de presentación de información que permita sea útil para inversionistas, acreedores y otro tipo de usuarios.

El crecimiento de los mercados financieros requiere de información confiable y transparente. Kanagaretman et.al (2007) concluyen que la liquidez de los mercados aumenta a medida que se reducen las asimetrías de información. Hope y Thomas (2008) explican que las empresas que no revelan información, disminuyen su potencial de valoración frente a otras que sí lo hacen.

Campos et. (2012), usando una muestra de empresas chilenas entre los años 2001 – 2009, demuestran que a mayor porcentaje de participación de las AFP - inversionista institucional - en la propiedad de las empresas, mayor es el nivel de revelación de información. Su investigación también identifica una relación positiva en el aumento del potencial de las empresas.

Es así que los inversionistas institucionales actúan transmitiendo credibilidad y confianza en los mercados. De esta manera influyen en mejorar las prácticas del buen gobierno corporativo, y se espera que la información pública emitida por las empresas donde estos operan sea transparente, veraz, de elevada calidad y también aumente la divulgación de la misma.

4.4. Gobierno corporativo e inversionistas institucionales

Gillan y Starks (1998) definen al gobierno corporativo como “el sistema de leyes, reglas y factores que controlan las operaciones de una empresa”. En ausencia de este sistema se revelan diferentes conflictos de intereses, denominados “Problemas de Agencia”. En este caso, dada la separación de la propiedad y el control empresarial, determina la oportunidad de que los “agentes” (gerencia) actúe en su propio beneficio por sobre el de los accionistas (Berle y Means, 1932).

Es así que la necesidad de gobernanza deriva de la diferencia de intereses entre los participantes en la estructura corporativa. De esta manera, los problemas de agencia surgen de dos fuentes principales: (1) los participantes tienen diferentes objetivos y preferencias. (2) los participantes tienen información imperfecta sobre el accionar, conocimiento y preferencias de los demás agentes (Gillan y Starks, 2002).

La literatura ha identificado, principalmente, dos tipos de problemas de agencia. Villalonga y Amitt (2006) los denomina Problema de Agencia I: Principal - Agente y Problema de Agencia II: Accionista Mayoritario vs Minoritario. Este trabajo se focalizará en el Problema de Agencia II para la construcción de los argumentos e hipótesis.

4.4.1. Problema de agencia I: Principal – Agente

La *Teoría de Agencia* surge de la investigación realizada inicialmente por Coase (1937). Sin embargo, comienza a ser desarrollada por Jensen y Meckling (1976) de la cual se desprenden los conflictos de intereses entre “*Principal – Agente*”, donde el *agente* es representante del *principal* y vela por los intereses de este último.

La relación entre estos – *principal* y *agente* - se encuentra definida por una serie de reglas detalladas en un contrato en el que se busca direccionar el accionar del *agente* hacia la maximización del beneficio del *principal*. Sin embargo, el contrato puede presentar fallas en situaciones en las que el *agente* pueda verse tentado en obtener beneficios personales (Jensen y Meckling, 1976).

Villalonga y Amit (2006) denominan a este conflicto como *Problema de Agencia I*; en este caso, empresas con una estructura de propiedad concentrada en un gran accionista y una franja de pequeños accionistas reduce este tipo de conflictos dados los incentivos del gran accionista en monitorear al agente.

Por otro lado, La Porta et. al (1997), Shleifer & Vishny (1998) y La Porta et. al (2000) argumentan que cuando un inversor acumula una gran cantidad de acciones de una empresa, éste tiene un incentivo para supervisar la gestión y disciplina de la administración.

O’Shee et al. (2008) indican que en los mercados bursátiles de América del Sur se mantiene una alta concentración en la propiedad de empresas en relación con sus pares internacionales. Estas estructuras de propiedad concentradas pueden ser benéficas para las empresas al tener propietarios que monitorean activamente a la administración, logrando de esta manera disminuir conflictos y costos de agencia.

Está demostrado que la presencia de este tipo de accionistas alivia los *Problema de Agencia I*, ya que al tener estos el control, tienen un mayor incentivo para monitorear a los *agentes* (Fama y Jensen, 1983). Adicionalmente, es conocido que los integrantes de la familia participan tanto como *principales* y como *agentes*. Dada esta alineación de

objetivos es muy posible que el *Problema de Agencia I* sea menos frecuente en este tipo de mercados.

4.4.2. Problema de agencia II: Accionistas mayoritarios y minoritarios

Villalonga y Amit (2006) detallan un conflicto entre accionistas mayoritarios y minoritarios al que denominan *Problema de Agencia II*, el cual ocurre cuando el accionista mayoritario utiliza su poder de control para obtener beneficios particulares a expensa de accionistas minoritarios. Este tipo de accionistas controladores pueden ejercer presión sobre los *agentes* para que estos realicen acciones que beneficien sus intereses perjudicando a otro tipo de accionistas.

Por tanto, la concentración de propiedad en las empresas puede ser perjudicial cuando los intereses de accionistas mayoritarios controladores no estén alineados con los de los accionistas minoritarios (Shleifer y Vishny, 1997; La Porta et al., 1999; Bebchuck et al., 1999).

La literatura ha demostrado que es mayor la probabilidad de que este tipo *Problema de Agencia II* ocurra en mercados con deficiente protección legal para accionistas minoritarios (Young et. al 2008). En la misma línea, La Porta et. al. (1998) sugiere que para evaluar mercados se debe considerar el origen de sus leyes, relacionadas directamente con el nivel de protección legal a accionistas. En países emergentes, cuyas leyes de protección al accionista son débiles, predominan estructuras de propiedad concentradas y, por lo general, con presencia de un gran accionista controlador.

Según Arcudia (2011), el problema de agencia principal en Latinoamérica se da entre accionistas mayoritarios y minoritarios, dado que la estructura del gobierno corporativo de las empresas, no representa una amenaza para el control de la empresa o monitoreo de actividades, por parte del accionista mayoritario. Adicionalmente, estos mercados se caracterizan por un sistema legal débil que no protege a accionistas minoritarios por leyes que, o no existen o no se ejercen.

Bajo este escenario, la función de los *inversionistas institucionales* resulta fundamental para el gobierno de las empresas. Estos pueden ejercer una influencia

directa en las actividades de la dirección a través de su propiedad contribuyendo a restablecer las fallas presentadas en la administración. (Gillan y Starks, 2003).

Numerosos autores han argumentado que un papel importante para los grandes accionistas es limitar los problemas de agencia al monitorear o tomar el control de la corporación (Shleifer y Vishny (1986), Admati, Pfleiderer y Zechner (1993), Huddart (1993), Maug (1998) y Noe (1997)). Estos autores también argumentan que los accionistas minoritarios se benefician del monitoreo realizado por un accionista mayoritario, sin incurrir en los costos que esto demanda. Solo los grandes accionistas tendrán incentivos suficientes para actividades de seguimiento, ya que es probable que el retorno de su inversión sea suficiente para cubrir los costos asociados al monitoreo.

McConnell & Servaes, (1990) y Cornett, Marcus, Saunders & Tehranian, (2007) han presentado evidencia que un monitoreo de alta calidad por parte de este tipo de accionistas – mayoritarios - mejora el desempeño corporativo de las empresas.

De la misma manera, los trabajos realizados sobre la relación entre inversionistas institucionales, el endeudamiento y gobierno corporativo en economías emergentes, han validado el éxito del monitoreo que cumplen los inversionistas mayoritarios. Hasan y Butt (2009), sobre la base de una muestra de empresas pakistaníes, encuentran evidencia de que la presencia de institucionales reduce el costo de agencia e incrementa el nivel de endeudamiento de las empresas.

4.5. Evidencia del impacto financiero de inversionistas institucionales

La participación de inversionistas institucionales en empresas públicas³ vienen aumentando alrededor del mundo y estos están cada vez más dispuestos a utilizar sus derechos de propiedad para presionar a los administradores y ejercer una disciplina empresarial. El papel de monitores ejercido por los inversionistas institucionales es sustentado sobre el costo asociado que esto conlleva. Solo grandes accionistas pueden lograr beneficios suficientes para cubrir estos costos.

³ Se entiende por empresas públicas a las que listan en una bolsa de valores, y sus títulos valores son negociados frecuentemente.

A continuación, se presentan resultados de investigaciones sobre el impacto de inversionistas institucionales en indicadores financieros de las empresas. Específicamente en rendimiento operativo, y nivel de endeudamiento.

4.5.1. Rendimiento operativo (ROA)

Diferentes investigadores han examinado el impacto de la propiedad de inversionistas institucionales y el desempeño de la empresa con resultados distintos. Nesbitt (1994), Smith (1996) y Del Guercio y Hawkins (1999) encuentran una relación positiva entre la propiedad de inversionistas institucionales en las empresas y varias medidas de desempeño. Agrawai y Knoeber (1996), Karpoff et al (1996) y Faccio y Lasfer (2000) no encuentran una relación tan significativa.

La relación entre desempeño y propiedad institucional depende del tipo de monitoreo a ejercer. Si el monitoreo es activo se espera una relación positiva y significativa mientras que uno pasivo no manifestaría relación alguna o muy débil.

Uno de los aspectos a examinar en esta investigación, es el impacto de la propiedad de inversionistas institucionales en el desempeño operativo en las empresas, el que será medido utilizado en rendimiento sobre los activos (ROA – return on assets)⁴.

Otras investigaciones también han considerado este indicador para establecer la relación entre el desempeño operativo y la propiedad de inversionistas institucionales. Colot y Bauweraerts (2016) consideran una muestra en empresas no financieras que cotizan en la bolsa francesa entre los años 2002 – 2011; sus resultados presentan evidencia que el rendimiento de la empresa, medido por el ROA, aumenta con la presencia de inversionistas institucionales, insensibles a la presión, dentro de la estructura de propiedad de la empresa.

Cornett et. (2003) también utiliza al ROA para examinar la relación entre la presencia de inversionistas institucionales y el desempeño operativo en las empresas. Estos encontraron una relación significativa entre el porcentaje de propiedad de inversionistas institucionales, insensible a la presión, y el rendimiento operativo para las empresas que conforman el S&P 100 a fines de 1993.

⁴ ROA = Utilidad de operación / Activo total

Ferreira y Matos (2008) también evalúan el impacto de la propiedad institucional y su influencia en el desempeño. Estos encontraron una relación positiva entre la presencia de institucionales extranjeros e insensibles a la presión y el ROA.

Como se puede observar, se ha presentado evidencia de que el monitoreo corporativo por los inversionistas institucionales genera que la administración (gerencia – agente) se centre más en el desempeño corporativo y menos en otro tipo de oportunidades.

Ante la literatura revisada sobre este indicador como medida de rendimiento en las empresas, la presente investigación tomará el ROA para analizar el impacto de la presencia de inversionistas institucionales sobre el rendimiento operativo en las empresas.

4.5.2. Nivel de endeudamiento

Para abordar el nivel de endeudamiento en relación con los inversionistas institucionales, es importante tomar en cuenta la estructura de propiedad de la empresa. De hecho, La Porta et al. (1999) demuestran que la concentración de propiedad alrededor del mundo es bastante común. Con ello, se deriva que el principal problema de agencia en este tipo de estructuras es el conflicto de intereses entre los accionistas mayoritarios o controladores y los minoritarios.

En las economías emergentes, como es el caso del MILA, la situación descrita es de consideración, ya que son mercados caracterizados por empresas familiares que a lo largo del tiempo han adquirido un crecimiento con alta concentración de propiedad, y donde los mecanismos de gobierno corporativo surgen para dar protección legal a los minoritarios. (Denis y McConnell, 2003; Brow et al., 2011; Gugler et al., 2014).

Dado este panorama, la participación de los inversionistas institucionales en mercados de capitales pequeños, resulta preponderante en la gestión, monitoreo y proceso de gobierno de la empresa. En ese sentido, particularmente los fondos de pensión tan comunes en latinoamérica, tienen incidencia en las decisiones financieras y en especial en las de endeudamiento de las empresas listadas en bolsa.

Sepúlveda et.al. (2015) presenta evidencia empírica de la influencia de los inversionistas institucionales (AFP) - en el mercado chileno donde estos participan como los principales accionistas institucionales - , sobre las decisiones de estructura de capital de la empresa. Esta influencia comprende desde la supervisión de la gestión de la empresa hasta la transparencia de información al mercado. En este caso, las AFP además de intervenir en el mercado accionario también compiten por la deuda pública, y es en ésta donde se muestra una influencia positiva en la contratación y emisión de deuda pública.

Sepulveda et.al. (2015) ha demostrado que, en el mercado chileno, existe una correlación directa entre, la participación de las AFP en la propiedad de la empresa, con el nivel de endeudamiento. Esto, también asociado al monitoreo de la gestión empresarial, impacta en la reducción de los costos de agencia. Esta condición se validó al observar mayores niveles de deuda en empresas donde las AFP tiene mayor participación en el directorio de la empresa. Debe anotarse, que se encuentra evidencia no solo del impacto en el nivel de endeudamiento sino también en otras variables como market-to-book, así como correcciones del costo de agencia.

De la misma forma, Sepulveda et.al. (2015) hace referencia a Wang (2009), quien analizó 539 empresas de la industria manufacturera que cotizaban en una bolsa de valores encontrando una relación directa entre el porcentaje de la propiedad de acciones de inversionistas institucionales y la estructura de capital.

Tong y Ning (2004) presentan evidencia del impacto de la participación de inversionistas institucionales en la gestión de empresas. Utilizando una muestra de empresas que participan en el índice S&P para los años 1997 a 2001 establecen que los inversionistas institucionales toman en cuenta la estructura de capital de la empresa para seleccionar las acciones a la que prestarán atención para ser adquiridas.

Consecuentemente, en este trabajo se examinará la relación entre propiedad accionaria de los inversionistas institucionales y el nivel de endeudamiento en los mercados similares bursátiles de México, Perú, Chile y Colombia (MILA).

4.6. Planteamiento de hipótesis

Dada la evidencia presentada del impacto de inversionistas institucionales, es de suponer que su presencia en empresas de mercados emergentes también afectará el rendimiento operativo y nivel de endeudamiento.

Los inversionistas institucionales persiguen objetivos distintos y asumen diferentes costos asociados al monitoreo de las actividades en las empresas por tal motivo no todos realizarán una labor de monitores efectivos ya que pueden preferir preservar vínculos y relaciones comerciales para no entrar en conflicto con accionistas controladores (Brickley et al. 1988).

Por consiguiente, se propone, de acuerdo a la literatura revisada, que inversionistas institucionales independientes se inclinen más por el monitoreo de las actividades de las empresas y se plantea lo siguiente:

H0: La presencia de al menos un inversionista institucional independiente, con más del 5% de propiedad de acciones, no afecta positivamente el rendimiento operativo.

H1: La presencia de al menos un inversionista institucional independiente, con más del 5% de propiedad de acciones, afecta positivamente el rendimiento operativo.

También se ha encontrado evidencia del impacto de Administradoras de Fondos de Pensiones (un tipo de inversionista institucional independiente) en la estructura de capital de las empresas (Sepúlveda, et al. 2015). La evidencia señala el incremento en el nivel de endeudamiento cuando estas participan dentro de su estructura de propiedad como accionistas minoritarios. Por tanto se plantea lo siguiente:

H0: La presencia de al menos un inversionista institucional independiente, con más del 5% de propiedad de acciones, no incrementa el nivel de endeudamiento.

H1: La presencia de un inversionista institucional independiente, con más del 5% de propiedad de acciones, incrementa el nivel de endeudamiento.

Siguiendo a Colot y Bauweraerts (2016) estos consideran un umbral de 5% propiedad de acciones de un inversionista institucional, para encontrar evidencia de su influencia en la gestión de las empresas. Por tanto, en la presente investigación, se toma el 5% como un umbral suficiente para demostrar el impacto en la supervisión de actividades operativas y decisiones de financiamiento de inversionistas institucionales independientes.

Adicionalmente, de acuerdo a la normativa de la Ley de Sociedades para los países estudiados, el porcentaje necesario de propiedad de acciones para hacer pública la información de los accionistas, difiere entre ellos. Para equiparar la selección de inversionistas institucionales independientes se considera el 5% de posesión de acciones dado que es la cifra común publicada entre los cuatro países.

4.7. Técnica y ecuaciones a utilizar para rendimiento operativo y nivel endeudamiento

Se utiliza técnicas de datos del tipo panel para las ecuaciones propuestas, tanto de rendimiento operativo como de nivel de endeudamiento, por ser la que más se ajusta al tipo de datos que se toma en esta investigación.

Alfredo Baroneo et. al (2014) Esta técnica permite manipular un mayor número de observaciones, además de reducir la colinealidad entre variables. Al poder manipular una mayor muestra, se incrementa los grados de libertad y esto, mejora la eficiencia de los resultados estadísticos. Es una técnica que realiza un análisis más dinámico al tener en cuenta la dimensión temporal.

A manera de aprovechar la variable cronológica, la cual aporta una buena información y data histórica, puede que las variables tengan poca variabilidad en el tiempo y por el contrario más variabilidad de tipo transversal. Por ello la técnica de panel data es la más recomendable.

Captura la heterogeneidad no observable, tanto en las variables como en el tiempo tomado. Por lo que, a esta técnica se le permite tener una serie pruebas de hipótesis que puedan confirmar la heterogeneidad o rechazarla. Esto se debe a que la técnica

incorpora el hecho de los datos son heterogéneos, lo que no hacen las técnicas de corte transversal o análisis de series de tiempo, corriendo el riesgo de obtener resultados sesgados.

Para esta investigación la técnica de panel data nos permite realizar un análisis dinámico temporal de los datos, en especial en periodos de grandes cambios. Analiza dos aspectos importantes: i) Efectos individuales específicos y ii) Efectos temporales. Los primeros afectan de manera desigual a las variables explicativas las cuales varían en el tiempo, mientras que los efectos temporales afectan por igual a las variables del estudio.

El componente ϵ_{it} para la técnica de panel data, representa al error asociado a las series de tiempo. Este error, en su estructura, logra quitarle la aleatoriedad a los residuos.

De acuerdo la especificación general e incorporando la heterogeneidad no observada, se tiene dos modelos que estudian principalmente. i) modelos de defectos fijos y ii) modelo de efectos aleatorios.

- **Modelo de efectos fijos:** Considera que existe una constante diferente para cada variable y supone que los efectos individuales son independientes entre sí.
- **Modelo de efectos aleatorios:** Considera que los efectos individuales no son independientes entre ellos, por el contrario, están distribuidos aleatoriamente alrededor de un valor dado.

Para poder elegir por uno de ellos se tomará en cuenta los siguientes aspectos: i) los objetivos del estudio, ii) El contexto de los datos y iii) El tamaño o número de la muestra tomada.

Según Labra y Torrecillas (2014) aplicar este tipo de modelo debe cumplir con dos requisitos:

1. Tener un conjunto de individuos como puede ser empresas o países. Esto cumple con los datos tomados de 40 empresas que vienen a ser los individuos.
2. La existencia de datos de los individuos durante un periodo de tiempo. Esta también cumple con la muestra de datos, dado que la información proviene de empresas para los años comprendidos entre 2010 y 2019.

En la misma línea, autores como Mayorga y Muñoz (2000) afirman que utilizar este tipo de técnicas permite analizar los efectos individuales específicos que afectan de manera diferente a las empresas (individuos), como pueden ser la capacidad empresarial, eficiencia operativa, acceso a tecnología, entre otros. Así mismo permite analizar los efectos temporales que afectan por igual a todas las empresas como choques macroeconómicos.

En base a estos autores, se realiza dos procedimientos para determinar el modelo más adecuado para la investigación: modelo de panel data con efectos fijos y seguidamente modelo de panel data con efectos aleatorios. La diferencia entre estos es la consideración que toma cada uno de ellos sobre los efectos individuales. El de efectos fijos considera que estos son independientes entre sí, mientras que el de efectos aleatorios considera lo contrario.

Finalmente, para elegir cuál de los dos procedimientos se ajusta más al tipo de información y el propósito de la investigación, Montero (2011) recomienda aplicar el test propuesto por Hausman (1978), el cual es una prueba chi – cuadrado que determina si las diferencias entre dos estimaciones son sistemáticas y significativas.

4.7.1. Definición de ecuación (rendimiento operativo)

A continuación, se presenta el modelo econométrico para el periodo 2010-2019, en el cual se busca encontrar evidencia del impacto en el rendimiento operativo por la presencia de al menos un inversionista institucional independiente con más del 5% posesión de acciones en la estructura de propiedad de las empresas.

La ecuación presentada, y las variables incluidas en ella, fueron se tomaron siguiendo la investigación propuesta por Colot y Bauweraerts (2016) donde la variable

dependiente es la rentabilidad sobre los activos (ROA) y las independientes las siguientes: inversionista institucional independiente >5 % de posesión de propiedad (*invind*), tamaño de la empresa (*tdle*), Índice de buen gobierno corporativo (*ibgc*), variación del crecimiento (*crec*), apalancamiento 1 (*apal1*) y el error del modelo (ϵ_{it}).

$$roa_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 invind_{it} + \alpha_2 tdle_{it} + \alpha_3 ibgc_{it} + \alpha_4 crec_{it} + \alpha_5 apal1_{it} + \epsilon_{it}$$

Se define el (ROA) como un ratio de rendimiento operativo. De acuerdo a las investigaciones realizadas por autores como Cornett et. al (2003) y Colot & Bauweraerts (2016) sobre el rendimiento operativo y la presencia de inversionistas institucionales en la estructura de propiedad de las empresas, utilizamos el índice de rentabilidad ROA (utilidad operativa/activos totales) para evaluar el desempeño de la empresa.

Anderson et. al (2004) proporcionan dentro de su muestra la información contable de las empresas que cotizan en la Bolsa de Valores y que forman parte del índice S&P500. Ello con la finalidad de evidenciar la deuda representativa para cada empresa. Han tomado la información contable porque argumentan que la normativa contable es un elemento fundamental en el gobierno corporativo.

Del mismo modo Ferreira y Matos (2008) realizaron el estudio sobre el color de los inversionistas institucionales, para la cual consideraron información contable con la finalidad de obtener una relación positiva entre propiedad institucional y desempeño operativo por parte de las empresas.

Se elige una medida contable por sobre una medida de mercado dado que medidas de desempeño de mercado, como la Q de Tobin también utilizada en otras investigaciones, puede reflejar expectativas de la empresa para años futuros, mientras que medidas contables son más enfocadas a mostrar el desempeño del periodo (Sacristán-Navarro et al. 2011).

De acuerdo a la literatura revisada, se ha considerado la información contable porque es relevante dentro del Gobierno Corporativo, además de que se está evaluando el desempeño económico de diversos mercados en un cierto periodo específico (2010

al 2019). En caso de tomar la información proyectada, distorsionaría la información sobre los datos recolectados y por ende los resultados.

La variable independiente (*invind*) representa la presencia de al menos un inversionista institucional independiente con más del 5% de posesión de propiedad de acciones. Es la que soporta la hipótesis. Se trata de una variable dummy en la que corresponde colocar 1 si existe en la estructura de propiedad de la empresa un inversionista institucional independiente con más del 5% de posesión de acciones en un ejercicio económico y 0 en caso contrario.

El resto de variables son de control, ampliamente usadas en la literatura de investigación, donde:

- **TDLE** = Tamaño de la empresa, definido Logaritmo Natural de los activos totales en el periodo.
- **IBGC** = Índice de buen gobierno corporativo, se trata de una variable dummy que toma el valor de 1 si las empresas seleccionadas para este estudio se encuentran dentro del ranking Merco de responsabilidad y gobierno corporativo anual o el valor de 0 si no se encuentra.
- **CREC** = Variación de crecimiento, representa variación porcentual del crecimiento de las ventas de un año al otro.
- **APAL1** = Apalancamiento, es un ratio que mide el grado de endeudamiento de una empresa en relación a sus activos totales.

Encontrar una relación positiva entre el ROA y la presencia de un inversionista institucional independiente en la estructura propiedad permite validar que este tipo de inversionistas institucionales son monitores activos de las actividades en las empresas, ejerciendo una presión sobre accionistas controladores para centrar la toma de decisiones en beneficio de todos los accionistas y reduciendo conflictos de agencia (Mc Connell y Servaes, 1990; Del Guercio y Hawkins 1999; Cornett et al. 2007).

4.7.2. Definición de ecuación (nivel de endeudamiento)

A continuación, se presenta el modelo econométrico para el periodo 2010-2019, en el cual se busca encontrar evidencia del incremento del nivel de endeudamiento por la

presencia de al menos un inversionista institucional independiente con más del 5% de posesión de acciones en la estructura de propiedad de las empresas.

Las variables de la ecuación a presentar se tomaron como referencia de la literatura de los autores Sepulveda et. al (2015). donde la variable dependiente es apalancamiento (apal) y las variables independientes son las siguientes: inversionista institucional independiente >5 % de posesión de propiedad (invind), tamaño de la empresa (tdle), variación del crecimiento (crec), madurez de los activos (asmat), tangibilidad de los activos (tang), rentabilidad sobre los activos (roa), Índice de buen gobierno corporativo (ibgc) y el error del modelo (ϵ_{it}).

$$\begin{aligned} \text{apal}_{it} = & \alpha_0 + \alpha_1 \text{invind}_{it} + \alpha_2 \text{tdle}_{it} + \alpha_3 \text{crec}_{it} + \alpha_4 \text{asmat}_{it} + \alpha_5 \text{tang}_{it} \\ & + \alpha_6 \text{roa}_{it} + \alpha_7 \text{ibgc}_{it} + \epsilon_{it} \end{aligned}$$

Definimos el apalancamiento dado que es uno de los más usados al medir la relación de la deuda con el patrimonio.

A partir de variables relacionadas con las decisiones de financiamiento se define (apal), como la variable dependiente que manifiesta el endeudamiento de la empresa calculado como resultado del ratio deuda y patrimonio (Welch, 2011).

Como variable independiente que soporta la hipótesis también se considera (invind) definida en el punto 4.7.1. dado que el objetivo es el mismo y la literatura de investigación ha relacionado el impacto directo entre la presencia de fondos de pensiones (un tipo de inversionistas institucional independiente) y el incremento del nivel de deuda en las empresas.

El resto de variables son de control, ampliamente usadas en la literatura de investigación, donde:

- **TDLE** = Tamaño de la empresa, definido logaritmo natural de los activos totales en el periodo.

- **IBGC** = Índice de buen gobierno corporativo, se trata de una variable dummy que toma el valor de 1 si las empresas seleccionadas para este estudio se encuentra dentro del Ranking Merco de responsabilidad y gobierno corporativo anual o el valor de 0 si no se encuentra.
- **CREC** = Variación de crecimiento, representa variación porcentual del crecimiento de las ventas de un año al otro.
- **ASMAT** = Madurez de los activos, corresponde a la razón entre el total de activos y el monto de depreciación anual.
- **TANG** = Tangibilidad de los activos, corresponde a la división de los activos tangibles sobre activos totales.
- **ROA** = Rendimiento activos, corresponde a la división entre la utilidad operativa y los activos totales.

Encontrar una relación directa entre el incremento del nivel de endeudamiento y la presencia de un inversionista institucional independiente permite validar la influencia de este tipo de inversionistas institucionales en las decisiones de financiamiento y su aporte a mejorar conflictos de agencia. Esto principalmente por que el inversionista institucional cuenta con los mecanismos e incentivos necesarios para incidir en la calidad de la información y en la transparencia de la misma al interno y hacia el mercado. (Sepulveda, et al. 2014)

La participación del inversionista institucional en la empresa contribuye y promueve la práctica de un buen gobierno corporativo (trasmitir información, protección e igualdad de trato de los accionistas, compensación de los ejecutivos, entre otros) el cual es una herramienta que garantiza la estabilidad de los mercados, genera confianza, disminuye el costo de deuda y hace propicio el incremento de la misma. Cortes et. al (2014). Sobre todo, en caso de los fondos de pensiones, además de participar como accionista en la empresa, también son acreedores y por ello les interesa que esta deuda se incremente de manera ordenada en empresas bien gestionadas para garantizar su recupero y ganancia.

Precisamente, la literatura muestra que existen beneficios financieros como consecuencia de las prácticas de gobierno corporativo. Entre ellos, el menor costo de

capital, mejor rendimiento para el accionista, facilidad para obtener financiación externa. (Anderson et al., 2004, Baek et al., 2004, Byun, 2007, Claessens, 2006, Gillan, 2006; entre otros).

CAPÍTULO V. ANÁLISIS DE INFORMACIÓN RECOLECTADA

5.1. Selección de empresas por país

Se tomó información de las diez (10) empresas más líquidas, no financieras, que forman parte del índice de liquidez en cada una de las bolsas integrantes del MILA a diciembre del año 2019. Se considera este índice porque las empresas al tener mayor liquidez y capitalización bursátil, son más atractivas para los inversionistas institucionales por el volumen de transacciones (Arcudia, 2012).

Se ha tomado como referencia los índices de cada Bolsa que se muestran en la página web del MILA (IPSA, COLCAP, S&P/BMV IPC y S&P/BVL Perú Select), los cuales son referencia para la recolección de datos del presente estudio.

ÍNDICES MILA
S&P MILA Pacific Alliance Select (USD)
DJSI MILA Pacific Alliance (USD)
S&P MILA Pacific Alliance Composite (USD)
S&P MILA Pacific Alliance Financials (USD)
S&P MILA Pacific Alliance Industrials (USD)
S&P MILA Andean 40 (USD)
IPSA TR (CLP)
COLCAP (COP)
S&P/BMV IPC (MXN)
S&P/BVL Perú Select Index TR (PEN)

Fuente: www.mercadomila.com

No se consideran las empresas financieras debido a que se encuentran reguladas y supervisadas por organismos financieros propios de cada país. Así como también dentro de su grupo económico, tienen inversionistas institucionales independientes como los fondos de pensiones y asesores financieros. Los vínculos comerciales prevalecen entre las entidades financieras y los inversionistas institucionales por lo que no ejercerán el monitoreo eficiente ni cuestionaran las decisiones en el directorio (Cornett et al. 2003).

El horizonte de tiempo que se ha considerado para la data recolectada de cada empresa, fue desde el año 2010 al año 2019, excluyendo así los años de crisis económica mundial (2007 a 2009) para evitar la distorsión de la data histórica de las empresas observadas y dado que no sería responsabilidad directa del management realizado.

Se detallan las cuarenta (40) empresas por cada país que forman parte de su respectivo índice y que se toma como referencia para el presente estudio:

Colombia:

Código	Empresa
Celsia	Celsia S.A.
Cemargos	Cemargos
Ecopetrol	Ecopetrol
Éxito	Éxito 2010
GEB	Grupo Energía Bogotá
ISA	Interconexión Eléctrica S.A.
Mineros	Mineros S.A.
Promigas	Promigas
ETB	Empresa Telecomunicación Bogotá
GRUPOARGOS	Grupo Argos

Fuente: MILA (www.mercadomila.com)

Elaboración: Autores de esta tesis

México:

Código	Empresa
TELEVISACPO	Grupo Televisa S.A.B.
GCC	Grupo Cementos de Chihuahua, S.A.B. de C.V.
OMAB	Grupo Aeroportuario del Centro Norte, S.A.B. de C.V.
LIVERPOL C-1	El Puerto de Liverpool SAB de CV
GMEXICOB	Grupo México, S.A.B. de C.V.
GAP B	Grupo Aeroportuario del Pacífico, S.A.B. de C.V.
FEMSAUBD	Fomento Económico Mexicano, S.A.B. de C.V.

BIMBO A	Grupo Bimbo S.A.B.
ASURB	Grupo Aeroportuario del Sureste, S. A. B. de C. V.
AMX L	America Movil SAB de CV L

Fuente: MILA (www.mercadomila.com)

Elaboración: Autores de esta tesis

Perú:

Código	Empresa
ALICORC1	Alicorp S.A.A.
CPAC	Cementos Pacasmayo S.A.A.
BUENAVII	Compañía de Minas Buenaventura S.A.A.
FERREYC1	Ferreycorp S.A.A.
CSPGRAMO	Aenza S.A.A.
INRETC1	InRetail Perú Corp.
LUSURC1	Luz del Sur
SPCCPI1	Southern Copper Corp.
UNACEMC1	Unión Andina de Cementos S.A.A.
VOLCABC1	Volcan Compañía Minera S.A.A. B

Fuente: MILA (www.mercadomila.com)

Elaboración: Autores de esta tesis

Chile:

Código	Empresa
FALABELLA	Falabella
COPEC	COPEC
ENELAM	ENEL Américas
SQM-A	Soc. Química Minera de Chile
CMPC	CMPC
LTM	Latam Airlines
CCU	CCU
CENCOSUD	Cencosud
COLBUN	Colbun
AGUAS-A	Aguas Andinas

Fuente: MILA (www.mercadomila.com)

Elaboración: Autores de esta tesis

La información financiera seleccionada se encuentra expresada en monedas. El tipo de moneda va depender del país de origen de cada empresa. Para el caso de Colombia es el peso colombiano, para México es el peso mexicano, para Perú es el sol peruano, y para Chile es el peso chileno.

5.2. Tamaño de mercado

A continuación se señala el tamaño de mercado para los cuatro países seleccionados en la presente investigación para el año 2019 del “Reporte Global de Competitividad” elaborado por el Foro Económico Mundial (**véase ANEXO I**). El propósito de esta información es conocer cómo los países hacen uso de sus recursos. Al ser más competitivos, son más atractivos para los inversionistas extranjeros⁵.

Mogrovejo (2005) indica que la inversión extranjera directa en los diecinueve países latinoamericanos, está definida por el tamaño del mercado, la relación de su economía con el resto del mundo como apertura comercial, la inversión privada y el riesgo país.

5.3. Fuentes de información

La data recolectada proviene del valor en libros o valor contable y del valor de mercado. Se han tomado valores de los estados financieros con la finalidad de elaborar las variables mencionadas en esta investigación (capítulo 4, acápite 4.7.1 y 4.7.2.).

La información se ha obtenido del portal de Economática, las páginas web de cada bolsa por país y el portal web corporativo de la empresa a evaluar. (**véase ANEXO II**).

⁵ Para mayor detalle visitar: www.weforum.org

CAPÍTULO VI. DISCUSIÓN DE RESULTADOS

6.1. Modelo de Rendimiento Operativo

6.1.1. Resultados de datos de panel con efectos fijos para rendimiento operativo

A continuación, se muestra la estimación del modelo de efectos fijos en la ecuación planteada para conocer el impacto de las variables explicativas sobre la variable ROA.

Tabla 6.1.: Estimación del modelo de efectos fijos para el rendimiento operativo

Fixed-effects (within) regression				Number of obs	=	400
Group variable: codigo				Number of groups	=	40
R-sq:				Obs per group:		
within = 0.0849				min	=	10
between = 0.0069				avg	=	10.0
overall = 0.0220				max	=	10
corr(u_i, Xb) = -0.4337				F(5,355)	=	6.59
				Prob > F	=	0.0000
roa	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
invind	.0284018	.009273	3.06	0.002	.0101649	.0466387
tdle	-.0059401	.0026395	-2.25	0.025	-.0111312	-.000749
ibec	.0413027	.0129509	3.19	0.002	.0158325	.0667729
crec	.0301077	.0097507	3.09	0.002	.0109313	.0492841
apall	1.72e-06	.0000201	0.09	0.932	-.0000378	.0000412
_cons	.1445267	.0522352	2.77	0.006	.0417973	.2472561
sigma_u	.05222887					
sigma_e	.05172298					
rho	.50486648	(fraction of variance due to u_i)				
F test that all u_i=0: F(39, 355) = 7.50				Prob > F = 0.0000		

Según la tabla 6.1., se observa que, aplicando el modelo de panel de datos con efectos fijos, se cumple:

- La significancia del modelo, dado que la probabilidad F (0.0000) es menor al nivel de significación de 5%; por tal razón, las variables independientes, propuestas en la ecuación del rendimiento operativo, si explican a la variable dependiente de manera conjunta a la variable (ROA).
- La significancia individual de la serie para la variable de inversionistas institucionales independientes (invind) dado que el valor p (0.002) es menor al nivel de significación de 5%, por tanto se puede inferir que si existe un impacto en el rendimiento operativo (ROA) por la presencia de al menos un inversionista

institucional independiente con más del 5% de posesión de acciones en la estructura de propiedad de las empresas.

- Este impacto permite explicar que si la variable (invind) aumenta en 1 %, entonces la variable (ROA) aumentará 2.84018 %.

A continuación, se interpretan los estimadores de las variables de control que hayan sido significativas individualmente.

- Si la variable (tdle) aumenta en 1 %, entonces la variable (ROA) disminuirá 0.59401 %.
- Si la variable (ibgc) aumenta en 1 %, entonces la variable (ROA) aumentará 4.13027 %.
- Si la variable (crec) aumenta en 1 %, entonces la variable (ROA) aumentará 3.01077 %.
- Si las variables explicativas son igual a cero, entonces la variable (ROA) será aproximadamente 14.45267 %.

6.1.2. Resultados de datos de panel con efectos aleatorios para rendimiento operativo

A continuación, se muestra la estimación del modelo de efectos aleatorios en la ecuación planteada para conocer el impacto de las variables explicativas sobre la variable ROA.

Tabla 6.2.: Estimación del modelo de efectos aleatorios para el rendimiento operativo

Random-effects GLS regression				Number of obs	=	400
Group variable: codigo				Number of groups	=	40
R-sq:				Obs per group:		
within = 0.0770				min	=	10
between = 0.0178				avg	=	10.0
overall = 0.0354				max	=	10
corr(u_i, X) = 0 (assumed)				Wald chi2(5)	=	26.25
				Prob > chi2	=	0.0001
roa	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
invind	.0190557	.0081201	2.35	0.019	.0031406	.0349708
tdle	-.0038176	.0016202	-2.36	0.018	-.0069932	-.000642
ibgc	.0205481	.0102432	2.01	0.045	.0004718	.0406244
crec	.0335075	.009753	3.44	0.001	.0143919	.052623
apall	2.27e-07	.0000202	0.01	0.991	-.0000393	.0000397
_cons	.1203552	.0333649	3.61	0.000	.0549611	.1857492
sigma_u	.04066888					
sigma_e	.05172298					
rho	.38204483	(fraction of variance due to u_i)				

Según la tabla 6.2., se puede observar que, aplicando el modelo de panel de datos con efectos aleatorios, se cumple:

- La significancia del modelo, dado que la probabilidad Chi-cuadrada (0.0001) es menor al nivel de significación de 5%; por tal razón, las variables independientes si explican a la dependiente de manera conjunta a la variable (ROA).
- La significancia individual de la serie para la variable de inversionistas institucionales independientes (invind) dado que el valor p (0.019) es menor al nivel de significación de 5%, por tanto se puede inferir que si existe un impacto en el rendimiento operativo (ROA) por la presencia de un inversionista institucional independiente con más del 5% de posesión de acciones en la estructura de propiedad de las empresas.
- Este impacto permite explicar que si la variable (invind) aumenta en 1 %, entonces la variable (ROA) aumentará 1.90557 %.

A continuación, se interpretan los estimadores de las variables de control que hayan sido significativas individualmente.

- Si la variable (tdle) aumenta en una unidad, entonces la variable (ROA) disminuirá aproximadamente 0.38176%.
- Si la variable (ibgc) es igual a uno, entonces la variable (ROA) aumentará diferencialmente en 2,05481% aproximadamente.
- Si la variable (crec) aumenta en 1 %, entonces la variable (ROA) aumentará aproximadamente 3.35075%.
- Si las variables explicativas son igual a cero, entonces la variable (ROA) será aproximadamente 12.03552%.

6.1.3. Aplicación del test de Hausman para elección entre modelo de efectos fijos y efectos aleatorios para el rendimiento operativo

A continuación, se muestra los resultados de la prueba de Hausman para los modelos de efectos fijos y aleatorios estimados, con el fin de comparar que modelo es mejor.

Tabla 6.3.: Test de Hausman

```
Test: Ho: difference in coefficients not systematic

      chi2(5) = (b-B)'[(V_b-V_B)^(-1)](b-B)
            =      14.19
      Prob>chi2 =      0.0144
```

Según la tabla 6.3., la prueba de Hausman indica que el mejor modelo panel es de efectos fijos, esto debido a que la probabilidad Chi-cuadrada (0.0144) es menor al nivel de significación de 5%. Por lo tanto, se rechaza la hipótesis nula de dicha prueba que indica que el estimador de efectos aleatorios es consistente.

6.1.4. Discusión de resultados encontrado para el rendimiento operativo

Los resultados comprueban que la hipótesis de la presencia de inversionistas institucionales independientes, en la estructura de propiedad, actúan como monitores efectivos y afecta positivamente el rendimiento operativo (ROA) en las empresas (Cornett. et al 2003; Ferreira y Matos, 2006; Sacristan - Navarro et. al 2007 y Colot y Bauweraerts; 2016). Es de precisar que consideramos el 5% de propiedad como un umbral suficiente para ejercer algún tipo de monitoreo en las actividades de la empresa y esta variable fue una tipo dummy para la presencia de al menos un inversionista institucional independiente por lo cual, se supone, que la presencia de más inversionistas institucionales independientes en la estructura de propiedad genera un impacto mayor.

Además, estos resultados implican que la presencia de este tipo de accionistas conlleva mejores prácticas del gobierno corporativo que pueden reducir conflictos de agencia a través de la influencia que pueden ejercer con su porcentaje de propiedad (Elyasiani & Jla, 2009). En la muestra, aproximadamente el 47% de las empresas contempla al menos un inversionista institucional independiente con más del 5% de propiedad de acciones por periodo, que según los resultados encontrados, afecta positivamente el rendimiento operativo de las empresas.

6.2. Modelo de nivel de endeudamiento

6.2.1. Resultados de datos de panel con efectos fijos para nivel de endeudamiento

A continuación, se muestra la estimación del modelo de efectos fijos en la ecuación planteada para conocer el impacto de las variables explicativas sobre la variable apalancamiento (apal)

Tabla 6.4.: Estimación del modelo de efectos fijos para nivel de endeudamiento

Fixed-effects (within) regression				Number of obs	=	400
Group variable: codigo				Number of groups	=	40
R-sq:				Obs per group:		
within = 0.0997				min =		10
between = 0.0475				avg =		10.0
overall = 0.0108				max =		10
corr(u_i, Xb) = -0.3826				F(7, 353)	=	5.59
				Prob > F	=	0.0000

apal	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
invind	.103332	.044418	2.33	0.021	.0159747	.1906892
tdle	.0223693	.0125093	1.79	0.075	-.0022327	.0469714
crec	.0474785	.0465089	1.02	0.308	-.0439908	.1389479
asmat	-.0000275	.0000504	-0.55	0.586	-.0001266	.0000717
tang	-.2877719	.1437393	-2.00	0.046	-.570465	-.0050787
roa	-1.146517	.2512506	-4.56	0.000	-1.640653	-.6523806
ibqc	.0624726	.0618099	1.01	0.313	-.0590894	.1840346
_cons	.2443706	.2554807	0.96	0.339	-.258085	.7468263
sigma_u	.56082273					
sigma_e	.24320077					
rho	.84171378	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(39, 353) = 34.46	Prob > F = 0.0000
-------------------------------------------	-------------------

Según la tabla 6.4., se puede observar que, aplicando el modelo de panel de datos con efectos fijos, se cumple:

- La significancia del modelo, dado que la probabilidad F (0.0000) es menor al nivel de significación de 5%; por tal razón, las variables independientes, propuestas en la ecuación del nivel de endeudamiento, si explican a la dependiente de manera conjunta la variable (apal).
- La significancia individual de la serie para la variable de inversionistas institucionales independientes (invind) dado que el valor p (0.021) es menor al nivel de significación de 5%, por tanto se puede inferir que si existe un impacto en el nivel de endeudamiento (apal) por la presencia de al menos un inversionista

institucional independiente con más del 5% de posesión de acciones en la estructura de propiedad de las empresas.

- Este impacto permite explicar que si la variable (invind) aumenta en 1 %, entonces la variable (apal) aumentará 10.3332 %.

A continuación, se interpretan los estimadores de las variables de control que hayan sido significativas individualmente.

- Si la variable (tang) aumenta en 1 %, entonces la variable (apal) disminuirá aproximadamente 28.77719%.
- Si la variable (roa) aumenta en 1 %, entonces la variable (apal) disminuirá aproximadamente 114.6517%.

6.2.2. Resultados de datos de panel con efectos aleatorios para nivel de endeudamiento

A continuación, se muestra la estimación del modelo de efectos aleatorios en la ecuación planteada para conocer el impacto de las variables explicativas sobre la variable apalancamiento (apal).

Tabla 6.5.: Estimación del modelo de efectos aleatorios para el nivel de endeudamiento

Random-effects GLS regression				Number of obs	=	400
Group variable: codigo				Number of groups	=	40
R-sq:				Obs per group:		
within = 0.0920				min = 10		
between = 0.0003				avg = 10.0		
overall = 0.0073				max = 10		
corr(u_i, X) = 0 (assumed)				Wald chi2(7)	=	33.42
				Prob > chi2	=	0.0000
apal	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
invind	.1078849	.0435935	2.47	0.013	.0224432	.1933266
tdle	.0176437	.010992	1.61	0.108	-.0039003	.0391877
crec	.0463794	.0470937	0.98	0.325	-.0459225	.1386813
asmat	-.0000442	.0000496	-0.89	0.373	-.0001415	.000053
tang	-.0536045	.1332186	-0.40	0.687	-.3147081	.2074992
roa	-1.180204	.2515347	-4.69	0.000	-1.673203	-.6872052
ibgc	.0835804	.0590489	1.42	0.157	-.0321532	.1993141
_cons	.2468639	.2370881	1.04	0.298	-.2178202	.711548
sigma_u	.46668665					
sigma_e	.24320077					
rho	.7864304	(fraction of variance due to u_i)				

Según la tabla 6.5., se puede observar que, aplicando el modelo de panel de datos con efectos aleatorios, se cumple:

- La significancia del modelo, dado que la probabilidad Chi-cuadrada (0.0000) es menor al nivel de significación de 5%; por tal razón, las variables independientes, propuestas en la ecuación del nivel de endeudamiento, si explican a la dependiente de manera conjunta a la variable apalancamiento.
- La significancia individual de la serie para la variable de inversionistas institucionales independientes (invind) dado que el valor p (0.013) es menor al nivel de significación de 5%, por tanto se puede inferir que si existe un impacto en el nivel de endeudamiento (apal) por la presencia de al menos un inversionista institucional independiente con más del 5% de posesión de acciones en la estructura de propiedad de las empresas.
- Este impacto permite explicar que si la variable (invind) aumenta en 1 %, entonces la variable (apal) aumentará 10.78849 %.

A continuación, se interpretan los estimadores de las variables de control que hayan sido significativas individualmente.

- Si la variable (ROA) aumenta en 1 %, entonces la variable (apal) disminuirá aproximadamente 118.0204%.

6.2.3. Aplicación del test de Hausman para elección entre modelo de efectos fijos y efectos aleatorios para el nivel de endeudamiento

A continuación, se muestra los resultados de la prueba de Hausman para los modelos de efectos fijos y aleatorios estimados, con el fin de comparar que modelo es mejor.

Tabla 6.6: Prueba de Hausman

```
Test: Ho: difference in coefficients not systematic

      chi2(7) = (b-B)'[(V_b-V_B)^(-1)](b-B)
            =      18.48
Prob>chi2 =      0.0100
```


Según la tabla 6.6., la prueba de Hausman indica que el mejor modelo panel es de efectos fijos, esto debido a que la probabilidad Chi-cuadrada (0.0100) es menor al nivel de significación de 5%. Por lo tanto, se rechaza la hipótesis nula de dicha prueba que indica que el estimador de efectos aleatorios es consistente.

6.2.4. Discusión de resultados encontrado para el nivel de endeudamiento

Los resultados comprueban que la hipótesis de la presencia de inversionistas institucionales independientes, en la estructura de propiedad, afecta positivamente el nivel de endeudamiento de las empresas y corrobora lo encontrado en literatura donde la participación de dicho inversionista fomenta el endeudamiento a la vez que reduce los costos de la misma (Hasan y Butt, 2009).

Sin embargo, contrastando esta muestra del mercado MILA, con datos encontrados en el mercado chileno se tiene resultados contrarios para el caso de la variable *tdle* (tamaño de la empresa), donde en mercado chileno se constata la importancia de la dimensión de la empresa para mayor uso de la deuda, mientras que en esta investigación esta variable ha salido no significativa. Para el mercado chileno se evidencia que empresas de mayor tamaño pueden disminuir sus costos de transacción y tener mayor poder de negociación para acceder a contratos de deuda más barata. (Frank y Goyal, 2009).

CAPÍTULO VII. CONCLUSIONES

Los inversionistas institucionales forman parte importante en el desarrollo de la empresa, y dependerá de su activismo para influenciar en la misma, brindando transparencia, confianza y condiciones adecuadas para promover la inversión en la propiedad de la empresa y con ello también su crecimiento.

La participación de los inversionistas institucionales en cada país dependerá del apoyo que brinde el gobierno en promoverlo, estableciendo las regulaciones y condiciones necesarias para que puedan intervenir no solo los locales sino también del exterior. Sobre todo, los países que conforman el MILA, para así utilizar la ventaja de su agrupación para formar este mercado.

Con los modelos propuestos se podría inferir que, estadísticamente se explica el comportamiento de rendimiento operativo y nivel de endeudamiento por la presencia de al menos un inversionista institucional independiente que participa con más del 5% de propiedad. Se ha encontrado que existe un impacto positivo en el rendimiento operativo, comprobando lo que otros autores mencionan ha sucedido en otros mercados. En este caso el resultado fue que el ROA aumenta en 2.84018%. De la misma manera, se tiene un impacto positivo en el nivel de endeudamiento cuyo impacto refiere un incremento del 10.3332% cuando se tiene la participación este tipo de inversionista institucional.

Si bien las variables explicativas consideradas en los modelos (ROA - Apalancamiento) han permitido inferir un resultado, se ha encontrado literatura con análisis y opiniones con diferentes puntos de vista. En ese sentido, lo que funciona en un mercado no necesariamente se puede generalizar. En cada uno de ellos hay situaciones y problemática interna y externa que debe ser considerada, todo ello deja abierta la posibilidad de seguir investigando para tener mayor evidencia en las afirmaciones realizadas en esta investigación.

Este tipo de estudio y resultados obtenidos promueve el cambio de estructura de propiedad que tienen las empresas, sobre todo en América Latina, que se encuentra

concentrada en unos pocos y casi todos familiares, para que miren su apertura hacia los inversionistas institucionales como un mecanismo para su crecimiento a largo plazo con bases sólidas para una buena gestión y gobierno corporativo.

No obstante, a lo mencionado, este trabajo contribuye en motivar a las empresas que conforman el MILA a que puedan cuestionar su apertura a inversionistas institucionales para que participen en ellas, y así obtener una mejor rentabilidad operativa y un mayor crecimiento con deuda a menor costo. Para ello, es muy importante la participación de cada país a nivel gobierno, en brindar las condiciones necesarias, regulatorias y de protección a los inversionistas que permita generar confianza dentro de las operaciones en el país y entre los países que conforman el MILA, para que puedan operar en igualdad de condiciones y con proyección a largo plazo.

ANEXOS

ANEXO I:

Colombia

 10th pillar: Market size 0–100	-	66.7 ↑	37	China
10.01 Gross domestic product PPP \$ billions	662	N/Appl.	32	China
10.02 Imports of goods and services % GDP	19.3	N/Appl.	132	Hong Kong SAR

México

 10th pillar: Market size 0–100	-	80.8 ↑	11	China
10.01 Gross domestic product PPP \$ billions	2,284	N/Appl.	11	China
10.02 Imports of goods and services % GDP	42.0	N/Appl.	74	Hong Kong SAR

Perú

 10th pillar: Market size 0–100	-	62.2 ↑	49	China
10.01 Gross domestic product PPP \$ billions	407	N/Appl.	45	China
10.02 Imports of goods and services % GDP	23.5	N/Appl.	122	Hong Kong SAR

Chile

 10th pillar: Market size 0–100	-	63.2 ↑	46	China
10.01 Gross domestic product PPP \$ billions	428	N/Appl.	42	China
10.02 Imports of goods and services % GDP	29.5	N/Appl.	111	Hong Kong SAR

ANEXO II:

Empresas	Fuentes de la información
Colombia	
Ecopetrol S.A.	<ul style="list-style-type: none"> • Económica • Portal web corporativo • Bolsa de Valores de Colombia
Interconexión Eléctrica S.A.	<ul style="list-style-type: none"> • Económica • Portal web corporativo • Bolsa de Valores de Colombia
Grupo Energía Bogotá	<ul style="list-style-type: none"> • Económica • Portal web corporativo • Bolsa de Valores de Colombia
Celsia S.A.	<ul style="list-style-type: none"> • Económica • Portal web corporativo • Bolsa de Valores de Colombia
Grupo Argos S.A.	<ul style="list-style-type: none"> • Económica • Portal web corporativo • Bolsa de Valores de Colombia
Mineros S.A.	<ul style="list-style-type: none"> • Económica • Portal web corporativo • Bolsa de Valores de Colombia
Empresa Telecomunicación Bogotá	<ul style="list-style-type: none"> • Económica • Portal web corporativo • Bolsa de Valores de Colombia
Éxito 2010 S.A.	<ul style="list-style-type: none"> • Económica • Portal web corporativo • Bolsa de Valores de Colombia
Promigas S.A.	<ul style="list-style-type: none"> • Económica • Portal web corporativo • Bolsa de Valores de Colombia
Cemargos.	<ul style="list-style-type: none"> • Económica • Portal web corporativo • Bolsa de Valores de Colombia
México	
Grupo Televisa, S.A.B.	<ul style="list-style-type: none"> • Económica • Portal web Corporativo • Bolsa Mexicana de Valores
América Móvil S.A.B. de C.V.	<ul style="list-style-type: none"> • Económica • Portal web Corporativo • Bolsa Mexicana de Valores
Grupo Aeroportuario del Centro Norte, S.A.B. de C.V.	<ul style="list-style-type: none"> • Económica • Portal web Corporativo • Bolsa Mexicana de Valores
Fomento Económico Mexicano, S.A.B. de C.V.	<ul style="list-style-type: none"> • Económica • Portal web Corporativo • Bolsa Mexicana de Valores
Grupo Aeroportuario del Sureste, S. A. B. de C. V.	<ul style="list-style-type: none"> • Económica • Portal web Corporativo • Bolsa Mexicana de Valores
El Puerto de Liverpool S.A.B. de C.V.	<ul style="list-style-type: none"> • Económica • Portal web Corporativo • Bolsa Mexicana de Valores
Grupo México, S.A.B. de C.V.	<ul style="list-style-type: none"> • Económica • Portal web Corporativo

	<ul style="list-style-type: none"> • Bolsa Mexicana de Valores
Grupo Aeroportuario del Pacífico, S.A.B. de C.V.	<ul style="list-style-type: none"> • Económica • Portal web Corporativo • Bolsa Mexicana de Valores
Grupo Cementos de Chihuahua, S.A.B. de C.V.	<ul style="list-style-type: none"> • Económica • Portal web Corporativo • EBolsa Mexicana de Valores
Grupo Bimbo S.A.B.	<ul style="list-style-type: none"> • Económica • Portal web Corporativo • Bolsa Mexicana de Valores
Perú	
Alicorp S.A.A.	<ul style="list-style-type: none"> • Económica • Portal web corporativo • Superintendencia de Mercado y Valores
Cementos Pacasmayo S.A.A.	<ul style="list-style-type: none"> • Económica • Portal web corporativo • Superintendencia de Mercado y Valores
Compañía de Minas Buenaventura S.A.A.	<ul style="list-style-type: none"> • Económica • Portal web corporativo • Superintendencia de Mercado y Valores
Ferreycorp S.A.A.	<ul style="list-style-type: none"> • Económica • Portal web corporativo • Superintendencia de Mercado y Valores
Aenza S.A.A.	<ul style="list-style-type: none"> • Económica • Portal web corporativo • Superintendencia de Mercado y Valores
InRetail Perú Corp.	<ul style="list-style-type: none"> • Económica • Portal web corporativo • Superintendencia de Mercado y Valores
Luz del Sur	<ul style="list-style-type: none"> • Económica • Portal web corporativo • Superintendencia de Mercado y Valores
Southern Copper Corp.	<ul style="list-style-type: none"> • Económica • Portal web corporativo • Superintendencia de Mercado y Valores
Unión Andina de Cementos S.A.A.	<ul style="list-style-type: none"> • Económica • Portal web corporativo • Superintendencia de Mercado y Valores
Volcan Compañía Minera S.A.A. B	<ul style="list-style-type: none"> • Económica • Portal web corporativo • Superintendencia de Mercado y Valores
Chile	
Falabella	<ul style="list-style-type: none"> • Económica • Portal web corporativo • Superintendencia de Valores y Seguros de Chile
COPEC	<ul style="list-style-type: none"> • Económica • Portal web corporativo • Superintendencia de Valores y Seguros de Chile
ENEL Américas	<ul style="list-style-type: none"> • Económica • Portal web corporativo • Superintendencia de Valores y Seguros de Chile
Soc. Química Minera de Chile	<ul style="list-style-type: none"> • Económica • Portal web corporativo • Superintendencia de Valores y Seguros de Chile

CMPC	<ul style="list-style-type: none"> • Económica • Portal web corporativo • Superintendencia de Valores y Seguros de Chile
ENEL Chile	<ul style="list-style-type: none"> • Económica • Portal web corporativo • Superintendencia de Valores y Seguros de Chile
LATAM AIRLINES	<ul style="list-style-type: none"> • Económica • Portal web corporativo • Superintendencia de Valores y Seguros de Chile
CCU	<ul style="list-style-type: none"> • Económica • Portal web corporativo • Superintendencia de Valores y Seguros de Chile
Cencosud	<ul style="list-style-type: none"> • Económica • Portal web corporativo • Superintendencia de Valores y Seguros de Chile
COLBUN	<ul style="list-style-type: none"> • Económica • Portal web corporativo • Superintendencia de Valores y Seguros de Chile

BIBLIOGRAFÍA

- Ahlers, O., Hack, A., & Kellermanns, F. W. (2014). "Stepping into the buyers' shoes": Looking at the value of family firms through the eyes of private equity investors. *Journal of Family Business Strategy*, 5(4), 384-396.
- Alonso Arteche, P. (2015). Desarrollo financiero y crecimiento económico: efecto de inversionistas institucionales.
- Anderson, R. C., Mansi, S. A., & Reeb, D. M. (2004). Board characteristics, accounting report integrity, and the cost of debt. *Journal of accounting and economics*, 37(3), 315-342.
- Araya Sepúlveda, F., Jara Bertin, M., Maquieira Villanueva, C., & San Martín Mosqueira, P. (2015). Influencia de los inversionistas institucionales en las decisiones de estructura de capital de la empresa. Evidencia para un mercado emergente. *El trimestre económico*, 82(326), 279-311.
- Arcudia Hernández, C. E. (2012). El activismo de los inversionistas institucionales en el gobierno de las grandes sociedades. *Contaduría y administración*, 57(4), 35-54.
- Ariza Villar, D. M., & Díaz Moya, M. F. (2015). Mercado Integrado Latinoamericano (MILA): ¿Objetivos no cumplidos? (Master's thesis, Universidad EAFIT).
- Baek, J. S., Kang, J. K., & Park, K. S. (2004). Corporate governance and firm value: Evidence from the Korean financial crisis. *Journal of Financial economics*, 71(2), 265-313.
- Barberis, N., Shleifer, A., & Vishny, R. (1998). A model of investor sentiment. *Journal of financial economics*, 49(3), 307-343.
- Baronio, A., & Vianco, A. (2014). Datos de panel. Guía para el uso de Eviews. Departamento de Matemática y Estadística de la Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad de Río Cuarto, 1-24
- Barrón, J. V. M. (2008). Perú en el nivel de grado de inversión. *Gestión en el tercer milenio*, 11(22), 19-25.
- Bolaños, E. R. L., Burneo, K., Galindo, H., & Berggrun, L. (2015). Emerging markets integration in Latin America (MILA) stock market indicators: Chile, Colombia, and Peru. *Journal of Economics, Finance and Administrative Science*, 20(39), 74-83.
- Brealey, R. A., Marcus, A. J., & Myers, S. C. (1996). Principios de dirección financiera (No. 332.15/B82fE).
- Brickley, J. A., Lease, R. C., & Smith Jr, C. W. (1988). Ownership structure and voting on antitakeover amendments. *Journal of financial economics*, 20, 267-291.
- Butt, S. A., & Hasan, A. (2009). Impact of ownership structure and corporate governance on capital structure of Pakistani listed companies. *International Journal of Business & Management*, 4(2).

- Cabrales Peralta, M. A., Carrillo Carrillo, A. D. P., & Escobar Jarramillo, A. F. (2019). Evolución 2011-2018 del Mercado Integrado Latinoamericano (MILA) y retos para su desarrollo estratégico (Doctoral dissertation, Universidad del Rosario).
- Cadbury, A. (1992). The financial aspect of corporate governance. London: Gee (a Division of Professional Publishing Ltd), First published December (1992), 14.
- Carvajal, A., & Zuleta, H. (1997). Desarrollo del sistema financiero y crecimiento económico. Borradores de Economía; No. 67.
- Castañeda González, F., & Contreras Cortés, F. (2017). Los determinantes de la estructura de la madurez de la deuda corporativa. El caso de Chile. El trimestre económico, 84(334), 411-425.
- Chen, X., Harford, J., & Li, K. (2007). Monitoring: Which institutions matter?. Journal of financial Economics, 86(2), 279-305.
- Claessens, S., & Yurtoglu, B. B. (2013). Corporate governance in emerging markets: A survey. Emerging markets review, 15, 1-33.
- Claessens, S. (2006). Corporate governance and development. The World bank research observer, 21(1), 91-122.
- Colot, O., & Bauweraerts, J. (2016). Are institutional investors beneficial to family firm performance? Evidence from the French stock exchange. International Journal of Financial Research, 7(2), 39.
- Cornett, M. M., Marcus, A. J., Saunders, A., & Tehranian, H. (2007). The impact of institutional ownership on corporate operating performance. Journal of Banking & Finance, 31(6), 1771-1794.
- Cortes, D. L., & Arenas, C. E. V. (2014). Influencia del gobierno corporativo en el costo de capital proveniente de la emisión de deuda. Estudios gerenciales, 30(130), 73-84.
- Corvalán Lagos, R. F. (2009). Las AFP y los gobiernos corporativos: el efecto de los inversionistas institucionales en los gobiernos corporativos de las empresas chilenas.
- Denis, D. K., & McConnell, J. J. (2003). International corporate governance. Journal of financial and quantitative analysis, 1-36.
- Dobaño, R. (2019). ¿Qué es el ROA y el ROE? <https://getquipu.com/blog/que-es-el-roa-y-el-roe/>
- Edmans, A., & Manso, G. (2011). Governance through trading and intervention: A theory of multiple blockholders. The Review of Financial Studies, 24(7), 2395-2428.
- Espinoza, R. A. C., De la Fuente Mella, H. A., Palavecinos, B. S., & Riffo, P. A. D. (2014). Revelación de información en las empresas bursátiles chilenas: el efecto de la propiedad de los inversionistas institucionales y el nivel de endeudamiento. Estudios Gerenciales, 30(131), 190-199.
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Agency problems and residual claims. The journal of law and Economics, 26(2), 327-349.

- Ferreira, M. A., & Matos, P. (2008). The colors of investors' money: The role of institutional investors around the world. *Journal of financial economics*, 88(3), 499-533.
- Fornero, R. (s.f). Análisis del crecimiento de ventas. https://economicas.unsa.edu.ar/afinan/dfe/trabajos_practicos/afic/AFIC%20Cap%207%20Crecimiento.pdf
- Fernando, G. D., Schneible Jr, R. A., & Suh, S. (2014). Family firms and institutional investors. *Family Business Review*, 27(4), 328-345.
- Fredes Salas, A. (2016). Heterogeneidad de los inversionistas institucionales, colores y horizonte de inversión: evidencia empírica para Latinoamérica.
- Gil, J. M. U., López, S. M., & López, N. R. (2013). Mercado de acciones colombiano. Determinantes macroeconómicos y papel de las AFP. *Sociedad y economía*, (24), 207-230.
- Martínez Riaño, D. Y., & Narváez Niño, G. P. (2012). Ventajas del Mercado Integrado Latinoamericano MILA (Bachelor 's thesis, Universidad de La Sabana).
- Gillan, S., & Starks, L. T. (2003). Corporate governance, corporate ownership, and the role of institutional investors: A global perspective. *Journal of applied Finance*, 13(2).
- Gillan, S., & Starks, L. T. (1998). A survey of shareholder activism: Motivation and empirical evidence. Available at SSRN 663523.
- Gillan, S. L. (2006). Recent developments in corporate governance: An overview.
- Granados, R. M. (2011). Efectos fijos o aleatorios: test de especificación. *Universidad de Granada*, 1-5.
- Gugler, K., Ivanova, N., & Zechner, J. (2014). Ownership and control in Central and Eastern Europe. *Journal of Corporate Finance*, 26, 145-163.
- Hausman, J. A. (1978). Specification tests in econometrics. *Econometrica: Journal of the econometric society*, 1251-1271.
- Hope, O. K., & Thomas, W. B. (2008). Managerial empire building and firm disclosure. *Journal of Accounting Research*, 46(3), 591-626.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics*, 3(4), 305-360.
- Labra, R., & Torrecillas, C. (2014). Guía CERO para datos de panel. Un enfoque práctico. *UAM-Accenture Working Papers*, 16(1), 57.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (1999). Corporate ownership around the world. *The journal of finance*, 54(2), 471-517.
- Lizarzaburu Bolaños, E. R., & del Brío González, J. Á. (2016). Evolución del sistema financiero peruano y su reputación bajo el índice Merco. *Período: 2010-2014. Suma de negocios*, 7(16), 94-112.

- Mateus, J. R., & Brasset, D. (2002). La globalización: sus efectos y bondades. *Economía y desarrollo*, 1(1), 65-77.
- Mayorga, M., & Muñoz, E. (2000). La técnica de datos de panel una guía para su uso e interpretación. Banco Central de Costa Rica. Departamento de investigaciones económicas.
- McConnell, JJ y Servaes, H. (1990). Evidencia adicional sobre la propiedad de capital y el valor corporativo. *Revista de economía financiera*, 27 (2), 595-612.
- Mizruchi, M. S. (2004). Berle and Means revisited: The governance and power of large US corporations. *Theory and society*, 33(5), 579-617.
- Mogrovejo, J. (2005). Factores determinantes de la inversión extranjera directa en algunos países de Latinoamérica. *Revista latinoamericana de desarrollo economico*, (5), 51-82.
- Niggemann, T., & Rocholl, J. (2010). Pension funding and capital market development. Unpublished Working Paper.
- Núñez Reyes, G., & Oneto, A. (2014). La gobernanza corporativa y la emisión de deuda corporativa en Chile y el Perú: el papel de los inversionistas institucionales, las agencias calificadoras de riesgo y la banca de inversión.
- Pascale, R., Blanco, A., & Gari, J. F. Determinantes de la rentabilidad.
- Pino, A., Uribe, J. M., & Jiménez, D. M. (2017). Relevancia de los inversionistas institucionales en el mercado accionario colombiano. *Semestre Económico*, 20(44), 45-65.
- Pulido, W. V., & Martínez, J. B. (2013). EL MILA. COLOMBIA MERCADO DE INTEGRACIÓN ENTRE CHILE, PERÚ Y COLOMBIA. *Revista de Relaciones Internacionales, Estrategia y Seguridad*, 8(1), 113-133.
- Sacristán-Navarro, M., Gómez-Ansón, S., & Cabeza-García, L. (2011). Family ownership and control, the presence of other large shareholders, and firm performance: Further evidence. *Family Business Review*, 24(1), 71-93.
- Salazar, N., & Lora, E. (1996). Algunas comparaciones sobre los inversionistas institucionales en Colombia, Chile y Estados Unidos.
- Schwab, K. (2018, November). The global competitiveness report 2018. In *World Economic Forum* (pp. 9-14).
- Seraylan, M. (2012). La integración de mercados y depositarios centrales: experiencia del MILA. Estudio sobre los sistemas de registro, compensación y liquidación de valores en Iberoamérica, 215-232.
- Villalonga, B. y Amit, R. (2006). ¿Cómo afectan la propiedad, el control y la gestión familiares al valor de la empresa? *Revista de economía financiera*, 80 (2), 385-417.
- Young, M. N., Peng, M. W., Ahlstrom, D., Bruton, G. D., & Jiang, Y. (2008). Corporate governance in emerging economies: A review of the principal-principal perspective. *Journal of management studies*, 45(1), 196-2